Présentation établie pour le Colloque sur la Gouvernance des produits complexes tenu à l'Université de Montréal le 14 octobre 2016

Gouvernance des produits complexes et règlementation

Approche pratique

Pierre Fiset

Giovanbattista Gianni

Gouvernance des produits complexes et règlementation

- Les opinions exprimées dans la présentation ne constituent pas des positions du groupe qui m'emploie, de ses filiales ou de ses succursales, vis-à-vis de la règlementation applicable en la matière.
- Les opinions contenues dans le présent PowerPoint ont pour objectif de contribuer à la réflexion menée lors de ce colloque et ne sauraient constituer un avis juridique ou une opinion juridique de quelque nature que ce soit.
- Le présent document ne constitue pas un document à caractère promotionnel.

Table des matières

1. Définition et exemples de produits financiers complexes 1

   A. Intérêt et contour de la notion de produit financier complexe :

      i. Contexte règlementaire européen ;

      ii. Les exemples français, belge et allemand ;

   B. L'exemple des produits structurés :

      i. L'approche des régulateurs français ;

      ii. Les produits dans la ligne de mire ;

2. Les enjeux découlant de la gouvernance des produits financiers complexes : 1

   A. L'enchevêtrement des normes applicables aux émetteurs ;

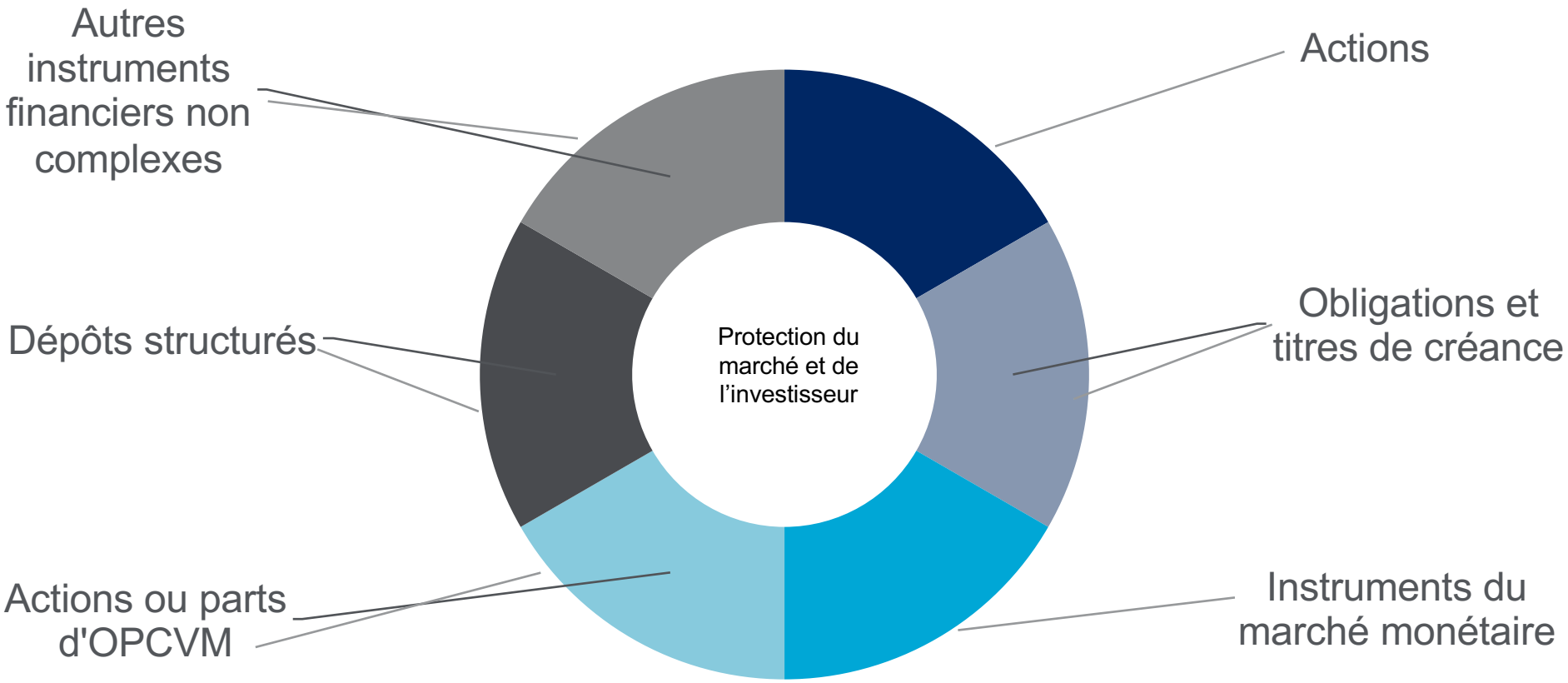
   B. L'enchevêtrement des normes applicables aux processus de distribution et souscription

citi

1. Notion de produits financiers complexes : intérêt, définition et exemples

1. Notion de produits financiers complexes : intérêt, définition et exemples

Panoplie des produits concernés



1. Définition et exemples de produits financiers complexes

A. Définition de produit financier complexe

i. Contexte directive européenne :

➢ La Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE dite « **Directive MIF II** » définit négativement les produits complexes :

- Parmi les dispositions visant à garantir la protection des investisseurs, l'article 25 précise quelles sont les obligations des entreprises d'investissement lorsqu'elles fournissent des services d'investissement.

  Le paragraphe 4 précise que ces dernières ne sont pas tenues d'effectuer une évaluation de l'adéquation et du caractère approprié de l'information des clients si elles fournissent un service de réception transmission d'ordres (« **RTO** ») sur les produits **non complexes** suivants :

« i) des **actions** […] à l'exclusion […] des actions incorporant un instrument dérivé ;

ii) des **obligations et autres titres de créance** […] l'exclusion de ceux incorporant un instrument dérivé ou présentant une structure qui rend la compréhension du risque encouru difficile pour le client ;

iii) des **instruments du marché monétaire**, à l'exclusion de ceux incorporant un instrument dérivé ou présentant une structure qui rend la compréhension du risque encouru difficile pour le client ;

iv) des **actions ou parts d'OPCVM**, à l'exclusion des OPCVM structurés au sens de l'article 36, paragraphe 1, deuxième alinéa, du règlement (UE) n°583/2010 ;

v) des **dépôts structurés**, à l'exclusion de ceux incorporant une structure qui rend la compréhension du risque encouru concernant le rendement ou le coût de sortie du produit avant terme difficile pour le client ;

vi) d'autres instruments financiers non complexes aux fins du présent paragraphe. »

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

A. Définition de produit financier complexe

i. La définition européenne :

➢ *A contrario*, il s'agit des produits suivants :

i. des actions **incorporant** un instrument dérivé ;

ii. des obligations et autres titres de créance **incorporant un instrument dérivé <u>ou</u> présentant une** structure qui rend la compréhension du risque encouru difficile pour le client ;

iii. des instruments du marché monétaire **incorporant un instrument dérivé <u>ou</u> présentant une** structure qui rend la compréhension du risque encouru difficile pour le client ;

iv. OPCVM **structurés** au sens de l'article 36, paragraphe 1, deuxième alinéa, du règlement (UE) n°583/2010 ;

v. dépôts **structurés incorporant une structure qui rend la compréhension du risque encouru concernant le rendement ou le coût de sortie du produit avant terme difficile** pour le client.

Source : Art.25 Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE dite « Directive MIF II »

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

A. Définition de produit financier complexe

- L'Autorité européenne des marchés financier (*European Securities and Markets Authority* – « ***ESMA*** ») a, par ailleurs, apporté des précisions supplémentaires sur ces notions dans ses lignes directrices du 04 février 2016 (ESMA/2015/1787). L'autorité précise sur les titres de créances et les instruments du marché monétaire que :

  - L'incorporation d'un instrument dérivé implique que les flux financiers normaux (*e.g.* coupons) engendrés par le titre de créance ou par l'instrument du marché monétaire peuvent être modifiés sur la base d'une ou plusieurs variables prise(s) en compte par ledit instrument dérivé ;
  - Les structures qui rendent difficile la compréhension du risque encouru incluent, par exemple :
    - ✓ Les titres de créance ou les instruments du marché monétaire dont le rendement dépend de la performance d'un ensemble d'actifs définis ;
    - ✓ Les titres de créance ou les instruments du marché monétaire dont le rendement est subordonné au remboursement d'une dette détenue par des tiers ;
    - ✓ Les titres de créance ou les instruments du marché monétaire obéissant à des mécanismes complexes de calcul du rendement (i.e. où le rendement du produit peut varier pendant la durée du produit ou en fonction du dépassement de seuils de maturité).

- Parmi les produits définis comme « complexes », le tableau des lignes directrices cite l'exemple des *Warrants* ou des *Turbo certificates.* Il s'agit en effet de titres de créances incorporant un dérivé. Nous étudierons ce que cela comporte d'un point de vue pratique plus tard.

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

A. Définition de produit financier complexe

➢ Enfin, en ce qui concerne les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (« **OPCVM** »), conformément au Règlement (UE) n°583/2010 de la Commission, on entend par :

- OPCVM structurés : les OPCVM qui fournissent aux investisseurs, à certaines dates prédéterminées, des rémunérations dont le calcul est fondé sur un algorithme et qui sont liées à la performance ou à l'évolution du prix d'actifs financiers, d'indices ou de portefeuilles de référence ou à la réalisation d'autres conditions concernant ces actifs financiers, indices ou portefeuilles de référence, ou des OPCVM ayant des caractéristiques similaires.
- Il s'agit de fonds d'investissements offrants aux porteurs de parts ou actionnaires (dans l'hypothèse d'une SICAV) un rendement plus intéressant et découlant de l'application d'une formule arithmétique.
- Les exigences d'information pour ce type de produit sont renforcées.

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

A. Définition de produit financier complexe

ii. Les exemples français, belge et allemand : la France

- En France, l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») est l'autorité publique indépendante en charge de la surveillance des prestataires de services d'investissement (« **PSI** »). Elle établit un Règlement général (« **RG AMF** ») auquel les PSI sont tenus de ce conformer.

L'article 314-57 du RG AMF précise quels sont les instruments considérés comme « non-complexes » :

« les instruments financiers suivants sont des **instruments financiers non complexes** :

1° Les actions […] ;

2° Les instruments du marché monétaire ;

3° Les obligations et autres titres de créance, à l'exception des obligations et autres titres de créance qui comportent un instrument dérivé ;

4° Les parts ou actions d'OPCVM « ... ».

II. – […] un instrument financier est également réputé non complexe s'il remplit les conditions suivantes (alternativement) :

1° Il **n'est pas** :

a) Un instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier dès lors qu'il donne le droit d'acquérir ou de vendre un autre instrument financier ou donne lieu à un règlement en espèces, fixé par référence à des instruments financiers, à une monnaie, à un taux d'intérêt ou rendement, aux matières premières ou à d'autres indices ou mesures ;

b) Un contrat financier au sens du III de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier ;

2° Les occasions sont fréquentes de céder, rembourser ou réaliser cet instrument, à des prix qui sont disponibles au public et qui sont soit des prix de marché, soit des prix mis à disposition, ou validés, par des systèmes d'évaluation indépendants de l'émetteur ;

3° Il n'implique pour le client aucune dette effective ou potentielle qui excéderait son coût d'acquisition ;

4° Ses caractéristiques font l'objet d'une **information publique adéquate qui est susceptible d'être aisément comprise**, de sorte que le client non professionnel moyen puisse prendre une décision en connaissance de cause sur l'opportunité d'effectuer une transaction sur cet instrument. »

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

A. Définition de produit financier complexe

ii. Les exemples français, belge et allemand : la France

La position AMF n°2010-05 précise, par ailleurs, les règles s'imposant aux prestataires de services d'investissement en matière de commercialisation directe d'OPCVM ou de FIA à formule et de titres de créance complexes :

1. mettent en place un **dispositif permettant de s'assurer** que les personnes qui commercialiseront le produit sous leur autorité ou pour leur compte l'auront elles-mêmes **parfaitement compris et disposeront des éléments leur permettant de fournir un conseil adapté ou un service approprié** aux clients ;
2. apprécient la **structure de coût de l'instrument financier proposé**. Ceci suppose qu'ils tiennent compte de leur appréciation des marges des différents intervenants, spécialement lorsque la structuration du produit n'a pas donné lieu à une mise en concurrence des différentes contreparties pour l'application des règles de meilleure exécution ;
3. prennent en considération, pour l'analyse des caractéristiques du produit, le cadre juridique dans lequel il a été structuré et en particulier **l'existence de règles destinées à protéger les investisseurs au-delà des règles d'information** (existence d'un dépositaire, de règles de dispersion des risques, risque de contrepartie, etc.) ;
4. au vu de l'analyse des avantages et inconvénients du produit, **réalisent un ciblage de la clientèle** à laquelle ils entendent proposer ce produit ;
5. vérifient particulièrement que **ce produit n'a pas pour unique objet de permettre la commercialisation indirecte d'un produit sous-jacent** qui ne pourrait pas être proposé directement aux investisseurs non professionnels.

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

A. Définition de produit financier complexe

ii. Les exemples français, belge et allemand : la Belgique

- En Belgique, l'Autorité des services et marchés financiers (« **FSMA** ») a publié un moratoire (Communication FSMA_2011_02 du 20 juin 2011) sur la commercialisation de **produits structurés particulièrement complexes** sont définis ainsi :

1. « Par "produit structuré", il y a lieu d'entendre un produit d'investissement (instrument de placement, part émise par un OPC, contrat d'assurance ou dépôt) qui comporte un ou plusieurs dérivés et dont le remboursement ou le rendement dépend, selon une formule établie, de l'évolution d'une ou de plusieurs valeurs sous-jacentes.

   Entrent dans cette définition, entre autres :
   - ✓ les produits indexés sur des paniers d'actions ;
   - ✓ les produits dont la composante dérivés est liée à un indice ;
   - ✓ les produits autocallables ;
   - ✓ les reverse convertibles sur actions ou indices.

2. «Un produit structuré est, pour l'application du moratoire, **qualifié de particulièrement complexe pour les investisseurs de détail s'il ne passe pas avec succès le test des quatre critères** […] ». Dès le moment où il ne satisfait pas à un de ces critères, le produit est considéré comme particulièrement complexe.

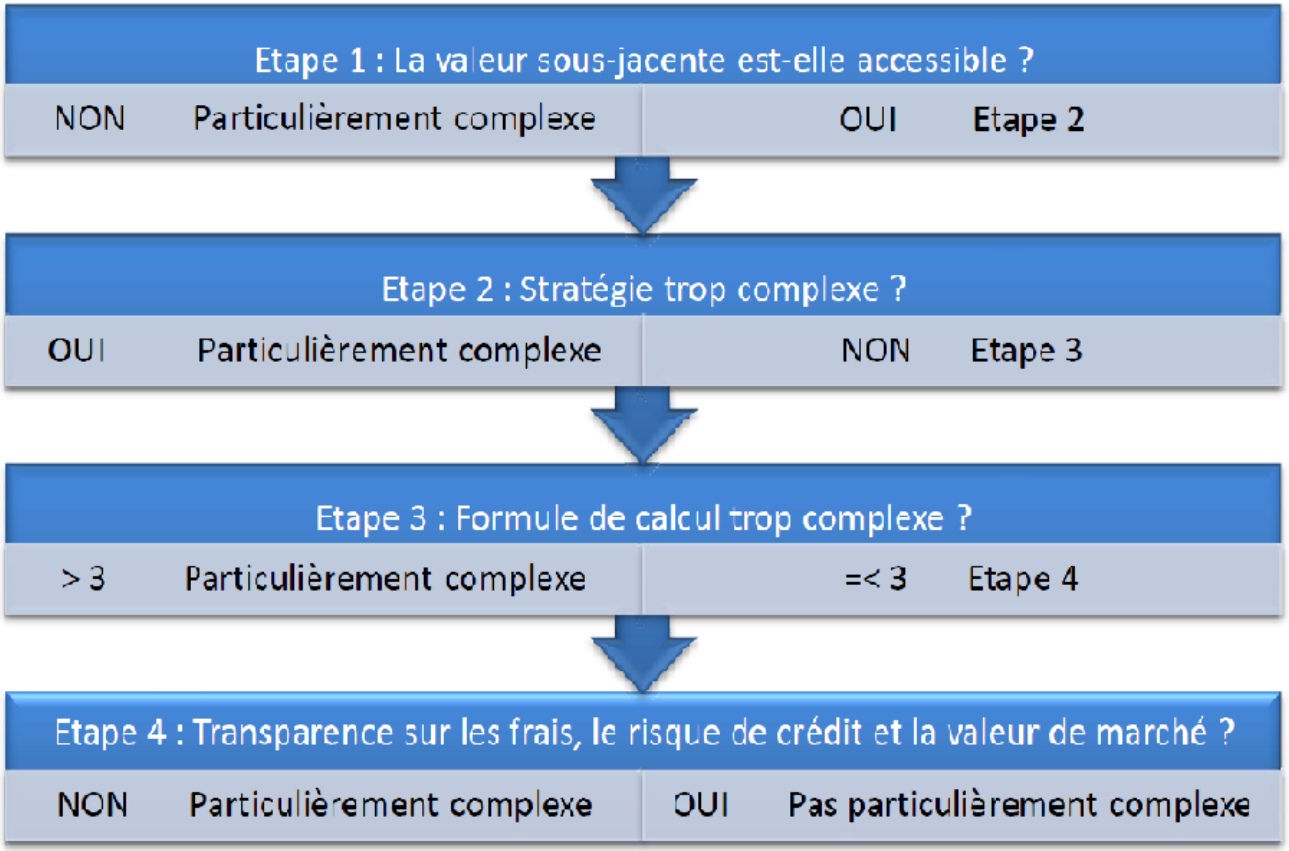
3. Les quatre critères tels que définis par la FSMA sont 1.l'accessibilité de la valeur sous-jacente, 2.la stratégie considérée comme étant trop complexe, 3.une formule de calcul s'avérant trop complexe et enfin 4.la transparence sur les frais, le risque de crédit et la valeur de marché.

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

A. Définition de produit financier complexe

ii. Les exemples français, belge et allemand : la Belgique

➢ Ainsi :



Source : site web FSMA

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

A. Définition de produit financier complexe

ii. Les exemples français, belge et allemand : la Belgique

- En ce sens, Les distributeurs qui adhèrent volontairement au moratoire […] sont invités à transmettre cette documentation (documents commerciaux) à la FSMA, préalablement à la commercialisation des produits, afin de lui permettre de contrôler le respect du moratoire.
- Les distributeurs s'engagent au titre du moratoire à veiller à ce que l'information fournie dans les supports commerciaux soit **suffisante et compréhensible** pour le groupe auquel le distributeur s'adresse.
- Enfin, les distributeurs qui adhèrent volontairement au moratoire, s'engagent à communiquer à la FSMA la valeur de la composante dérivés et de la composante épargne du produit, préalablement à la commercialisation de celui-ci.

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

A. Définition de produit financier complexe

ii. Les exemples français, belge et allemand : l'Allemagne

- En Allemagne, le *Wertpapierhandelsgesetz – WpHG* (la loi régissant les opérations sur les instruments financiers) prévoit parmi ses disposition une obligation d'information renforcée pour les émetteurs d'instruments financiers complexes (parmi lesquels les *Warrants* et les *Certificates*) qui seraient commercialisés et proposés à des clients non-professionnels lors de la prestation de conseils en investissement (au sens de la Directive 2004/39/CE « **MIF** ») .

- L'information doit être préalable et doit être matérialisée dans un document appelé le *Product Information Sheet – Produktinformationsblatt – PIB* dont les modèles sont mis à la disposition des professionnels par l'Association française des produits dérivés de bourse – AFPDB – allemande, la *Deutscher Derivate Verband.*

- Afin d'assurer une parfaite compréhension du produit par le client, le document doit être d'une longueur de maximum trois pages et doit préciser les éléments suivants :

Les description du produit et ses fonctionnalités ;

- ✓ Les données relatives au produit ;
- ✓ Les risques associés audit produit ;
- ✓ La disponibilité du produit sur le marché (liquidité) ;
- ✓ Les frais et les rémunérations des intermédiaires ;
- ✓ La fiscalité applicable et
- ✓ Les informations plus générales sur l'offre de titres financiers (*prospectus, note d'information etc.*)

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

B. L'exemple des produits structurés

i. L'approche des régulateurs français :

L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (en charge de la supervision des secteurs bancaire et assurantiel) (« **ACPR** ») et l'AMF imposent un certain nombre d'obligations aux prestataires de services d'investissement (« **PSI** ») qui souhaiteraient commercialiser les produits dits « structurés ».

Celles-ci sont notamment rappelées dans l'Instruction AMF n°2010-05. En substance :

- Les PSI doivent agir de manière honnête, loyale et professionnelle et doivent privilégier les intérêts de leurs clients ;
- Ils sont tenus de fournir une information compréhensible par un investisseur moyen de la catégorie à laquelle elle s'adresse ou à laquelle il est probable qu'elle parvienne. **Elle ne travestit, ni ne minimise, ni n'occulte certains éléments, déclarations ou avertissements importants** ;
- Leurs communications à caractère promotionnel se rapportant à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé **sont communiquées à l'AMF préalablement à leur diffusion**, y compris lorsque le prospectus a fait l'objet d'une procédure de passeport.

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

B. L'exemple des produits structurés

i. L'approche des régulateurs français :

A titre d'exemple, en matière de commercialisation de produits assurantiels en « unités de compte », lorsque lesdites unités sont constituées d'OPCVM de droit français dits « à formule », d'OPCVM structurés de droit étranger équivalents, de titres de créance complexes et de titres financiers équivalents émis sur le fondement de droits étrangers les organismes d'assurance doivent, conformément à la position 2012-P-02 et à la recommandation 2010-R-01 de l'ACPR :

- les valeurs mobilières et les actifs servant d'unités de compte doivent offrir « une protection suffisante de l'épargne investie » ;
- l'assureur doit remettre au souscripteur une note d'information dans laquelle doivent figurer les dispositions essentielles du contrat précisées par arrêté, notamment en ce qui concerne les garanties exprimées en unités de compte ;
- les informations sur les contrats d'assurance-vie et les contrats de capitalisation doivent présenter « un contenu clair, exact et non trompeur » ;
- lorsque la vente se fait sans intermédiaire, l'assureur doit s'enquérir des connaissances, de l'expérience en matière financière, des exigences et des besoins du souscripteur, et délivrer un conseil, en tenant compte en particulier de ces informations, adapté à la complexité du contrat.

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

B. L'exemple des produits structurés

i. L'approche des régulateurs français :

Exemple d'actualité :

- dans un arrêt rendu le 21 juin 2016 (CA Paris Pôle 2 - Chambre 5 n°15/00317) la Cour d'appel a considéré qu'un « **produit structuré ne peut pas être présenté comme une obligation dans les contrats d'assurance vie** ».

- En l'espèce, le souscripteur du produit « Optimiz Presto 2 » a subi une perte en capital. De fait, s'estimant mal informé quant aux risques qu'il encourait, il engage la responsabilité d'un assureur et de son courtier pour manquement à leurs obligations de conseils et d'informations. Le débat portait sur l'éligibilité du produit « Optimiz Presto 2 » à un contrat d'assurance-vie. Plus précisément, la question est de savoir s'il s'agit d'un produit obligataire ou non. Le code des assurances dresse une liste des actifs éligibles aux contrats d'assurance vie (Art.R.131-1 et R.332-2) au sein de laquelle on trouve naturellement les obligations.

- Ainsi l'assureur en question soutient que le produit Optimiz Presto 2 est un emprunt obligataire qui a toutes les qualités pour être éligible au contrat ; alors que la partie lui oppose la qualification **de produit structuré**.

- Or la Cour énonce « **qu'une obligation est un titre de créance représentatif d'un emprunt et dont le détenteur, outre la perception d'un intérêt, a droit au remboursement du nominal à l'échéance** ». Donc, bien que le produit litigieux soit qualifié d'obligation par l'autorité de contrôle luxembourgeoise, dès lors que le prospectus commercial rappelle qu'il n'y a « pas de garantie en capital et si le mécanisme de maturité anticipée ne s'est jamais déclenché, l'investisseur reçoit 100% de valeur du panier de référence constatée à l'échéance des 8 ans, la valeur de remboursement sera inférieure à 60% du nominal. » la Cour a considéré que, « la caractéristique essentielle de l'obligation n'est pas acquise (2).

- En conséquence, « le produit litigieux ne peut être qualifié d'obligation et n'est donc pas éligible au contrat ».

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

B. L'exemple des produits structurés

i. L'approche des régulateurs français :

- L'AMF se montre particulièrement scrupuleuse lorsque elle contrôle des PSI produisant ou commercialisant des produits financiers complexes :

➢ Dans une décision rendue par la Commission des sanctions (AMF 07.04.2011 – SAN-2011-08) il est possible de lire ce qui suit :

« […]*Considérant que, de manière plus générale, pour l'ensemble des EMTN en portefeuille, il ne semble pas que la société X* ***ait disposé des moyens que nécessitait la valorisation de ces produits structurés et complexes****, que ce soit au moment de leur* ***acquisition ou en cours de vie*** *; qu'il est vrai que la* ***réglementation n'impose aucun dispositif spécifique de valorisation****, celui-ci étant laissé à l'appréciation de chaque prestataire ; que si la société X s'est efforcée d'instaurer sa propre méthode de valorisation soit en interne, soit en ayant recours à des prestataires extérieurs,* ***elle n'a cependant pu justifier, pour la période contrôlée, ni de la mise en place de tests de son dispositif ni des modalités de validation a priori ou a posteriori de ses modèles*** *; que, si elle fait valoir que les sources de « contre-valorisation » ont fait l'objet de tests a priori, elle admet que « ces actions n'ont pas été toutes formalisées* […] »

➢ Dans cette espèce L'AMF semble interpréter très largement les articles de son RG (à l'époque des faits 313-54 I, 313-61 al. 2, et 313-1) ce qui lui permet de sanctionner les PSI quand bien même une obligation réglementaire spécifique n'existe pas.

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

B. L'exemple des produits structurés

ii. Les produits dans la ligne de mire (autres que les produits structurés) :

- L'exemple des contrats financiers :

➢ Un projet de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de l'économie, n°3623 dit « **Sapin II** ») vise en outre à règlementer « les contrats financiers qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation ».

➢ Le projet de loi vise à insérer deux dispositions législatives au sein du Code monétaire et financier interdisant, d'une part, aux PSI d'adresser **directement ou indirectement par voie électronique**, des **communications à caractère promotionnel** à des clients susceptibles d'être non professionnels, notamment des clients potentiels, relatives à la **fourniture de services d'investissement portant sur des contrats financiers qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation.**

➢ Les contrats présentant les caractéristiques suivantes sont concernés :

1° Le risque maximal **n'est pas connu au moment de la souscription** ;
2° Le risque de **perte est supérieur au montant de l'apport financier initial** ;
3° Le **risque de perte rapporté aux avantages éventuels correspondants** n'est **pas raisonnablement compréhensible** au regard de la nature particulière du contrat financier proposé.

1. Définition et exemples de produits financiers complexes

B. L'exemple des produits structurés

ii. Les produits dans la ligne de mire (autres que les produits structurés) :

- Par ailleurs, le projet de loi Sapin II serait complété par une disposition du RG AMF qui préciserait, de manière plus précise, les contrats concernés :

« Sont interdites […] les communications à caractère promotionnel portant sur les contrats financiers suivants :
- ✓ les contrats d'options binaires ou,
- ✓ les contrats qui mettent en avant un investissement direct ou indirect sur le « *Forex* », le marché des changes ou le marché de devises ou,
- ✓ les contrats financiers avec paiement d'un différentiel (*CFD*) qui ont un effet de levier supérieur à cinq,

ainsi que les contrats financiers ayant un effet économiquement équivalent à ceux énumérés ci-dessus. »

- Ces dispositions ont pour effet de bloquer ou limiter considérablement l'activité des PSI régulièrement agrées respectueux de la règlementation applicable sur les produits complexes et c'est en ce sens que se sont exprimées plusieurs associations professionnelles françaises dont notamment l'Association française des marchés financiers et le Fédération bancaire française, respectivement en ces termes :

« […] *il ne serait en revanche pas légitime que* ***le non respect par quelques prestataires agréés*** *des règles qui leur sont applicables lorsqu'ils fournissent des produits et services d'investissement, conduise à* ***bloquer généralement les activités exercées par tous les autres*** *conformément aux exigences posées par leur cadre d'exercice. Vouloir prévenir par anticipation toute dérive, y compris celles qui ne se produiront peut-être jamais, ne peut conduire qu'à des blocages inappropriés* […] » – AMAFI, Consultation AMF Mise en œuvre de la loi Sapin II « Interdiction de publicité » 27.09.2016

« […] *La* ***complexité de la structuration de certains contrats financiers****, pour autant qu'elle existe,* ***ne saurait justifier en-soi une réglementation comminatoire*** *dont le résultat serait de décourager les placements dans ces produits qui, lorsqu'ils sont commercialisés à bon escient,* ***sont de nature à répondre aux attentes des investisseurs*** […] » – FBF, Consultation AMF sur l'interdiction de la publicité portant sur certains contrats financiers « hautement spéculatifs et risqués » 28.09.2016

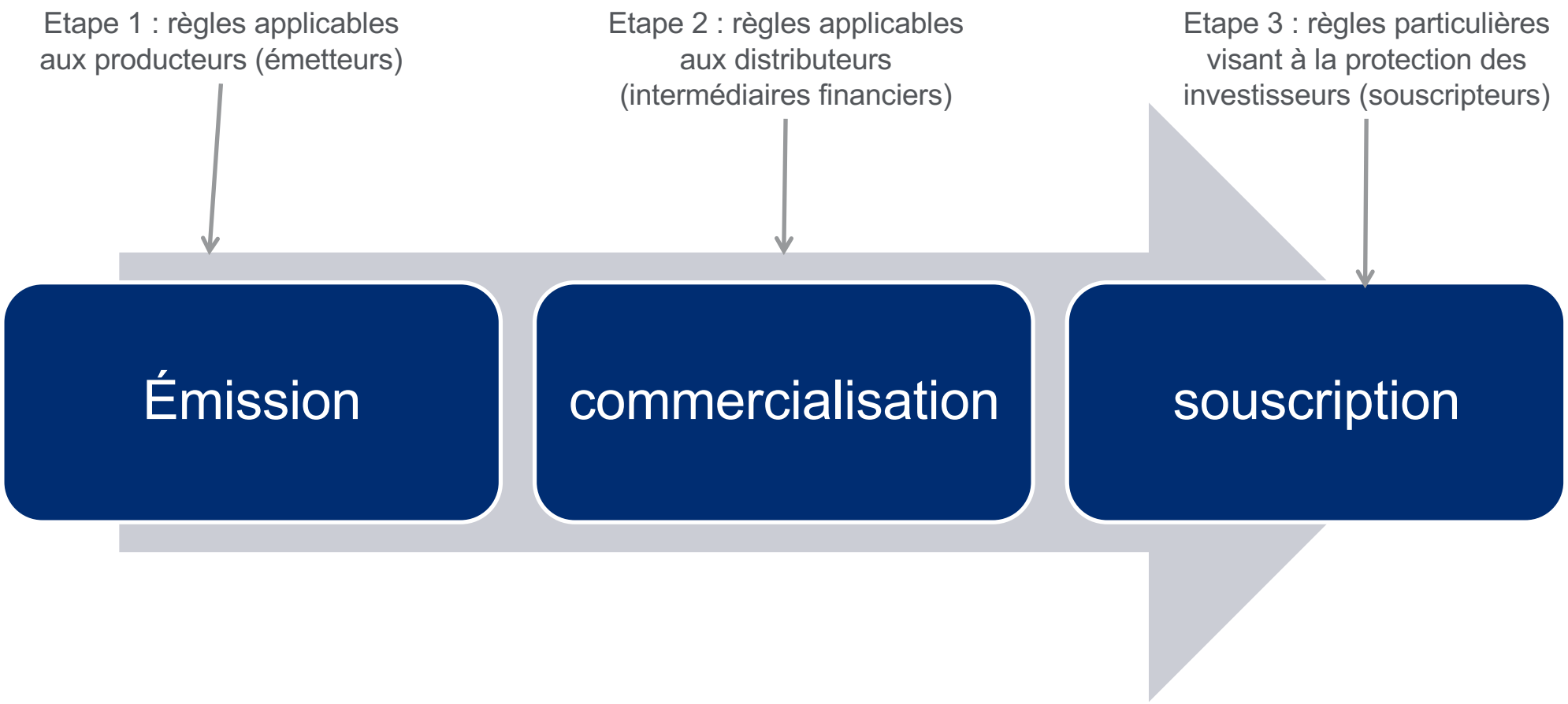
2. Les enjeux découlant de la gouvernance des produits financiers complexes

citi

2. Les enjeux découlant de la gouvernance des produits financiers complexes

A. L' enchevêtrement des normes applicables aux émetteurs

- Trois étapes réglementées par trois processus de règles différentes s'appliquent aux produits financiers complexes



2. Les enjeux découlant de la gouvernance des produits financiers complexes

A. L' enchevêtrement des normes applicables aux émetteurs

- Emetteurs de *Warrants* :

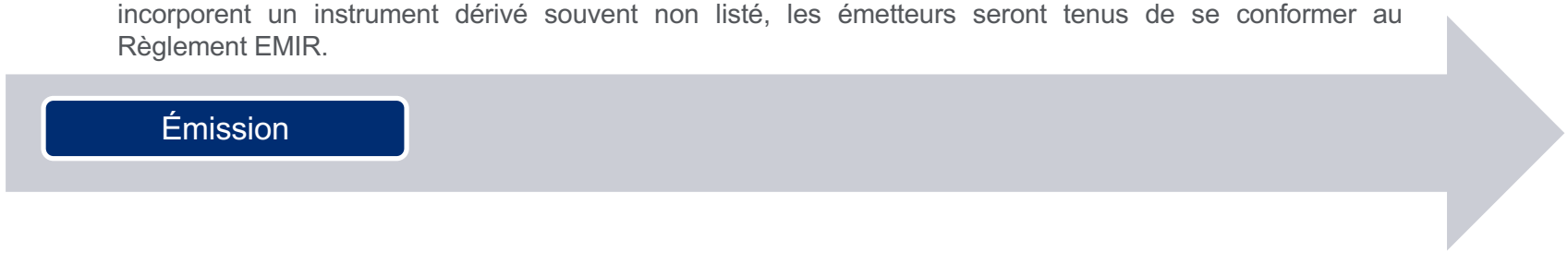
1. Les émetteurs d'instruments financiers complexe comme les *Warrants/les Turbos certificates* doivent, en premier lieu, se conformer à la Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil (« **Directive Prospectus** ») laquelle impose les informations devant être fournies *a minima* lors des offres au public de titres financiers :
   - ✓ Les émetteurs doivent ainsi dresser un Prospectus de base, une note d'information et un document d'enregistrement.
   - ✓ Ces documents seront **analysés et approuvés préalablement dans le pays où les titres financiers sont émis** et, dans l'hypothèse où il seraient commercialisés dans d'autres pays de l'Union Européenne, doivent faire l'objet d'une **information adressée au régulateur local**.
2. En second lieu, les émetteurs qui ne commercialisent pas directement sont soumis à la Directive MIF II en ce qui concerne les incitations, ils ne doivent pas rémunérer les distributeurs afin de les inciter à une distribution agressive de leurs titres financiers.
3. En troisième lieu, pour les émetteurs dont les titres seront commercialisés en France, ces derniers seront tenus de se conformer à l'Instruction AMF 2010-05 sur la commercialisation d'instruments financiers complexes ;
4. En quatrième et dernier lieu d'un point de vue opérationnel et du fait que les instruments financiers incorporent un instrument dérivé souvent non cotés, les émetteurs seront tenus de se conformer au Règlement 648/2012 (« **Règlement EMIR** »).

2. Les enjeux découlant de la gouvernance des produits financiers complexes

A. L' enchevêtrement des normes applicables aux émetteurs

- Emetteurs d'OPCVM/Fonds d'investissement alternatifs (« **FIA** ») structurés : les émetteurs de fonds d'investissement structurés doivent, en premier lieu, se conformer aux Directives :
  - 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil (« **Directive OPCVM** ») pour les fonds d'investissement qualifiés d'OPCVM, et
  - 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil (« **Directive AIFM** ») pour les fonds d'investissement alternatifs dont l'offre se fait au travers d'un prospectus.

1. Les émetteurs d'OPCVM doivent ainsi dresser un Prospectus, un Document d'information clef pour les investisseurs (« **DICI** » ou *Key Information Document* « **KID** ») des rapports périodiques .
   - ✓ Ces documents seront **analysés et approuvés préalablement dans le pays où les parts/actions sont émises** et, dans l'hypothèse où il seraient commercialisées dans d'autres pays de l'Union Européenne, doivent faire l'objet d'une **information adressée au régulateur local**.
2. Symétriquement, les émetteurs de FIA doivent se conformer à la Directive Prospectus lorsque les FIA qu'ils produisent font l'objet d'une offre au public et sont tenus de publier un Prospectus ;
3. En second lieu, les émetteurs qui ne commercialisent pas directement sont soumis à la Directive MIF II en ce qui concerne les incitations, ils ne doivent en effet pas rémunérer les distributeurs afin de les inciter à une distribution agressive de leurs titres financiers ;
4. En troisième lieu, pour les émetteurs dont les parts/actions seront commercialisées en France, ces derniers seront tenus de se conformer à l'Instruction AMF 2010-05 susvisée sur la commercialisation d'instruments financiers complexes ;
5. En quatrième et dernier lieu d'un point de vue opérationnel et du fait que les instruments financiers incorporent un instrument dérivé souvent non listé, les émetteurs seront tenus de se conformer au Règlement EMIR.



2. Les enjeux découlant de la gouvernance des produits financiers complexes

A. L' enchevêtrement des normes applicables aux émetteurs

- Les émetteurs sont ainsi exposés à une grande complexité législative et règlementaire et sont tenus de se conformer à plusieurs normes dont l'articulation n'est souvent pas très aisée…

2. Les enjeux découlant de la gouvernance des produits financiers complexes

B. L' enchevêtrement des normes applicables aux processus de distribution et souscription

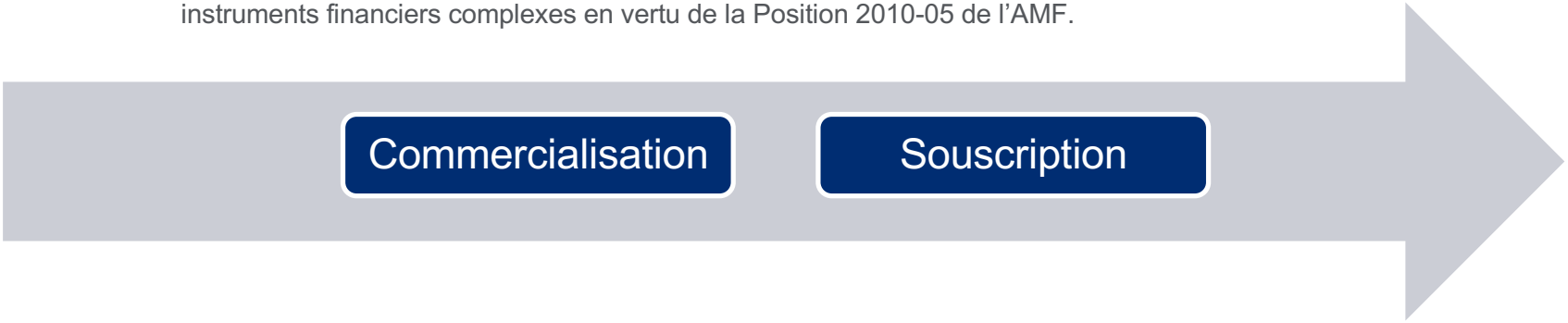
1. En premier lieu, en vertu de la Directive MIF, les distributeurs d'instruments financiers complexes devront s'assurer de respecter les règles applicables en matière de **connaissances financières de leurs clients**, que ces derniers soient des professionnels ou des non professionnels, en mettant en place des tests pour ces derniers.

- Ils devront en outre s'acquitter d'une **obligation d'information** consistant à s'assurer que le client a pris connaissance des différents documents d'information des produits qu'ils leur proposent.

2. En second lieu, en vertu de la Position – Recommandation AMF n°2014-05 les distributeurs d'instruments financiers tels que les (« **PSI** ») devront s'assurer de la mise en place de conventions concernant la distribution d'instruments financiers qui leur permettent :

✓ d'une part, de transférer une partie de leurs responsabilités car les producteurs s'engagent à contrôler la conformité des documents publicitaires émis par les distributeurs aux informations réglementaires et,
✓ d'autre part, car les producteurs s'engagent à mettre à la disposition des distributeurs toutes les informations nécessaires à la bonne commercialisation des instruments financiers

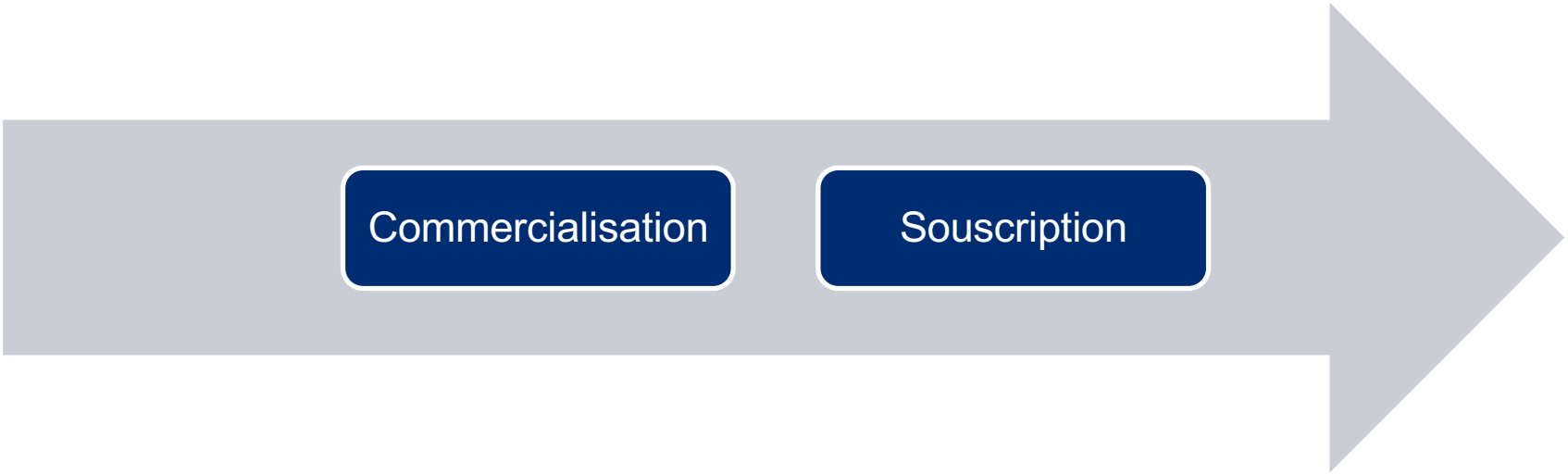
3. En troisième lieu, les distributeurs seront également responsables d'une commercialisation correcte des instruments financiers complexes en vertu de la Position 2010-05 de l'AMF.



2. Les enjeux découlant de la gouvernance des produits financiers complexes

B. L' enchevêtrement des normes applicables aux processus de distribution et souscription

- Les distributeurs sont ainsi tenus de se conformer à des lourdes obligations législatives et réglementaires qui peuvent souvent ralentir leur activité mais visent, *in fine*, à assurer une protection suffisante des investisseurs et garantissent le maintien d'une importante confiance dans les marchés financiers…



Merci