

Position AMF n°2013-13

Guide pour la rédaction des documents commerciaux dans le cadre de la commercialisation des titres de créance structurés¹

Textes de référence : articles L.533-12 du code monétaire et financier, articles de 212-28 et 212-29 et articles 314-10 à 314-17 du règlement général de l'AMF

L'AMF a initié depuis quelques années un chantier portant sur l'identification des pratiques en matière de rédaction des documents commerciaux des instruments financiers avec pour objectif de recentrer son action sur le suivi de la commercialisation.

Dans ce cadre et en particulier suite au développement constaté de la commercialisation de titres de créance structurés à destination de clients non professionnels, l'AMF a ainsi décidé de rendre publique l'analyse des documents commerciaux qu'elle a effectuée, afin d'informer l'ensemble des professionnels sur les pratiques rencontrées qui pourraient être considérées comme incompatibles avec la réglementation en vigueur et sur celles qui participeraient à une amélioration de la qualité de l'information.

Ce guide n'a pas pour objet de recenser l'ensemble des règles, positions et recommandations applicables en matière de commercialisation des titres de créance structurés. Il est de la responsabilité des émetteurs d'identifier ces règles dans les textes applicables et de veiller à leur respect.

Le présent guide reprend très largement les dispositions contenues dans le guide pour la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des OPC (Position-recommandation AMF n° 2011-24).

En effet, les instruments financiers structurés, qu'ils soient commercialisés sous forme d'OPCVM ou de titres de créance, présentent les mêmes enjeux en termes de commercialisation et relèvent à la fois du champ d'application de la directive MIF et de la directive Prospectus. Les services de l'AMF sont ainsi particulièrement attentifs à ce que la forme juridique retenue pour la commercialisation d'un instrument financier auprès du grand public ne soit pas l'occasion de contourner la réglementation applicable.

Par ailleurs, l'AMF attire l'attention sur le fait que les prospectus d'émission des titres de créance structurés ne constituant pas, dans la pratique, un support pour la commercialisation de ces produits auprès du grand public, elle est d'autant plus vigilante sur l'analyse de la documentation commerciale qui lui est communiquée préalablement à sa diffusion.

Enfin, l'AMF rappelle qu'un guide de bonnes pratiques dans le cadre de la commercialisation des emprunts obligataires dits « classiques » auprès des clients non professionnels a également été publié (Position-recommandation AMF n° 2009-15 : Guide relatif à la commercialisation des emprunts obligataires auprès des clients non professionnels).

¹ On entend par titres de créance structurés :

- (i) les titres de créance complexes au sens de la position n° 2010-05 de l'AMF,
- (ii) les titres de créances structurés offrant à l'échéance une protection du capital d'au moins 90% du capital investi,
- (iii) ainsi que les titres de créances adossés à d'autres actifs ou liés à la performance d'autres actifs.

En revanche, les opérations de titrisation sont exclues de cette position.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES DISPOSITIONS REGLEMENTAIRES SUR L'INFORMATION DES CLIENTS	..... 3
1.1.	Les principales obligations issues de la directive MIF	..... 3
1.2.	Les principales obligations issues de la directive Prospectus	..... 3
2.	ANALYSE DES PRATIQUES RENCONTREES ET POSITIONS	..... 4
2.1.	Nature des supports de communication utilisés	..... 4
2.2.	Utilisation du terme « obligation »	..... 5
2.3.	Focus sur quelques situations nécessitant des mentions spécifiques	..... 5
2.3.1.	Mention de la communication à l'AMF de la documentation commerciale conformément à la réglementation en vigueur	..... 5
2.3.2.	Mention du risque de perte en capital en cours de vie et à l'échéance	..... 6
2.3.3.	Mention de la durée d'investissement conseillée	..... 6
2.3.4.	Mention du renvoi aux facteurs de risques du prospectus	..... 7
2.4.	Exactitude, clarté et caractère trompeur de l'information	..... 8
2.4.1.	Exactitude de l'information	..... 8
2.4.2.	Clarté de l'information	..... 9
2.4.3.	Caractère trompeur de l'information	..... 9
2.5.	Communication sur les performances passées / simulations historiques	..... 10
2.5.1.	L'indication des performances passées ne constitue pas le thème central de l'information communiquée	..... 10
2.5.2.	L'information sur les simulations de performances passées (ou simulations historiques)	... 11
2.6.	Communication sur les mécanismes de coupon et de remboursement	..... 12
2.7.	Communication portant sur des indices	..... 13
2.7.1.	Modalités particulières de calcul de l'indice	..... 13
2.7.2.	Indices cherchant à générer un comportement spécifique ou une surperformance	..... 14
2.7.3.	Information sur l'existence de conflits d'intérêt potentiels	..... 14
2.7.4.	Utilisation appropriée du terme « indice » : informations disponibles sur l'indice	..... 15

1. RAPPEL DES DISPOSITIONS REGLEMENTAIRES SUR L'INFORMATION DES CLIENTS

Les dispositions relatives à l'information du client et à la communication à caractère promotionnel relèvent à la fois du champ d'application de la directive MIF et de la directive Prospectus.

1.1. Les principales obligations issues de la directive MIF

Outre l'obligation d'agir de manière honnête, loyale et professionnelle pour servir au mieux l'intérêt du client (article L. 533-11 du code monétaire et financier ; article 314-3 du règlement général de l'AMF), les prestataires de services d'investissements (PSI) sont astreints notamment aux obligations suivantes :

- Article 314-10 du règlement général de l'AMF

Le prestataire de services d'investissements veille à ce que toute l'information, y compris à caractère promotionnel qu'il adresse à des clients, remplisse les conditions posées au I de l'article L. 533-12 du code monétaire et financier.

Le prestataire veille également à ce que toute l'information, y compris à caractère promotionnel, qu'il adresse à des clients non professionnels ou qui parviendra probablement à de tels destinataires remplisse les conditions posées aux articles 314-11 à 314-17.

- Article L. 533-12 du code monétaire et financier

I. Toutes les informations, y compris les communications à caractère promotionnel, adressées par un prestataire de services d'investissement à des clients, notamment des clients potentiels, présentent un contenu exact, clair et non trompeur. Les communications à caractère promotionnel sont clairement identifiables en tant que telles.

II. - Les prestataires de services d'investissement communiquent à leurs clients, notamment leurs clients potentiels, les informations leur permettant raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause.

1.2. Les principales obligations issues de la directive Prospectus

- Article 212-28 du règlement général de l'AMF

Les communications à caractère promotionnel se rapportant à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé, quels que soient leur forme et leur mode de diffusion, sont communiquées à l'AMF préalablement à leur diffusion.

Les communications mentionnées au premier alinéa doivent :

- 1° Annoncer qu'un prospectus a été ou sera publié et indiquer où les investisseurs peuvent ou pourront se le procurer ;
- 2° Être clairement reconnaissables en tant que telles ;
- 3° Ne pas comporter des indications fausses ou de nature à induire en erreur ;
- 4° Comporter des informations cohérentes avec celles contenues dans le prospectus, si celui-ci a déjà été publié, ou avec les informations devant y figurer si celui-ci est publié ultérieurement ;
- 5° Comporter une mention attirant l'attention du public sur la rubrique « facteurs de risques » du prospectus ;
- 6° Le cas échéant, comporter, à la demande de l'AMF, un avertissement sur certaines caractéristiques exceptionnelles présentées par l'émetteur, les garants éventuels ou les titres financiers qui font l'objet de l'offre au public ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé.

- Article 212-29

Toute information se rapportant à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé, diffusée oralement ou par écrit, est cohérente avec les informations fournies dans le prospectus.

2. ANALYSE DES PRATIQUES RENCONTREES ET POSITIONS

2.1. Nature des supports de communication utilisés

- *Exemple de pratique non admise :*

La bannière internet ou le publi-rédactionnel d'un produit (support souvent utilisé pour les certificats), compte tenu de sa forme, présente les principales caractéristiques de celui-ci sous un angle très publicitaire en omettant d'attirer l'attention de l'investisseur sur les principaux risques qui y sont liés.

Positions :

L'exigence d'une communication claire, exacte et non trompeuse s'apprécie pour toute information adressée à des clients. Il n'est donc pas possible de considérer qu'une communication prise individuellement pourrait ne pas respecter cette exigence dès lors que les communications adressées ou susceptibles d'être adressées à des clients sur un produit seraient, prises dans leur ensemble, claires, exactes et non trompeuses.

Ceci n'impose pas pour autant que chaque communication comporte l'ensemble des informations nécessaires à la prise de décision d'investissement. Le niveau de précision des informations contenues peut en effet être modulé en fonction de la nature de la communication.

En revanche, lorsque la présentation du produit financier se fait par le biais de plusieurs documents, l'un d'entre eux ne doit pas présenter plus particulièrement les avantages et renvoyer l'investisseur à un autre document pour les inconvénients, l'information pourrait dans ce cas être considérée comme trompeuse.

Ceci n'exclut pas la communication de messages succincts (par exemple dans le cas d'une affiche ou d'un spot publicitaire) ne présentant pas l'intégralité des caractéristiques du produit, dès lors que les dispositions réglementaires, et notamment le principe d'équilibre relatif à ce support sont respectées. Chaque avantage présenté ou adjectif mélioratif devra être contrebalancé par l'ajout d'un inconvénient associé et/ou un facteur de risque correspondant.

Néanmoins, dans le cas d'une bannière internet qui comporterait plusieurs visuels pour un produit présentant un risque de perte en capital², la mention « produit présentant un risque de perte en capital en cours de vie³ et à l'échéance⁴ » doit apparaître sur tous les visuels.

² A savoir, au sens de la Position AMF n° 2010-05, ceux n'offrant pas à l'échéance une protection du capital au moins égale à 90 % du capital investi.

³ En cas de revente du produit avant l'échéance.

⁴ Pour les produits de type *warrants* ou *turbos*, la mention applicable est « Produit présentant un risque de perte en capital ».

2.2. Utilisation du terme « obligation »

- *Exemple de pratique non admise :*

Le terme « obligation » est utilisé, dès la première page d'une brochure commerciale, pour un titre de créance structuré présentant un risque de perte en capital à l'échéance.

Position :

S'agissant de titres de créance structurés présentant un risque de perte en capital⁵, le terme « obligation » doit être supprimé dans toute la documentation commerciale même s'il est assorti de la mention « présentant un risque de perte en capital en cours de vie et à l'échéance », ceci afin de ne laisser subsister aucun doute sur un possible risque de perte en capital pour l'investisseur. Le terme « titre de créance » ou « instrument financier » est alors à privilégier.⁶

2.3. Focus sur quelques situations nécessitant des mentions spécifiques

2.3.1. *Mention de la communication à l'AMF de la documentation commerciale conformément à la réglementation en vigueur*

Il est important de rappeler que dans la pratique, la majorité des titres de créance structurés qui font l'objet d'une commercialisation en France et dont la documentation commerciale est communiquée à l'AMF préalablement à sa diffusion font l'objet d'un prospectus d'émission visé par un régulateur tiers.

- *Exemple de pratique non admise :*

La première page d'une brochure attire l'attention du lecteur sur la mention « Document communiqué à l'AMF conformément à l'article 212-28 de son Règlement général » mais sans préciser (ou en le précisant de manière peu lisible dans une autre rubrique souvent intitulée « avertissement » en toute fin de brochure) le fait que le prospectus d'émission des titres a fait l'objet, pour sa part, d'un visa par une autre autorité de tutelle.

Position :

L'envoi de la documentation commerciale à l'AMF ne peut pas être utilisé comme argument commercial du produit.

La mention « Document communiqué à l'AMF conformément à l'article 212-28 de son Règlement général » doit donc être systématiquement précédée, par la mention « Le prospectus d'émission des titres a été approuvé par l'autorité X, régulateur de tel pays, en date du XX, sous le n° de visa XXX (le cas échéant) » dans une police de caractère aussi visible que la première mention.

⁵ Lorsque les titres de créance structurés sont garantis en capital à l'échéance mais présentent une structuration particulièrement complexe, le terme « obligation » doit également être supprimé dans toute documentation commerciale à l'exception de la rubrique « forme juridique » dans la partie appelée « principales caractéristiques financières » ou « fiche technique du produit » de la documentation commerciale.

⁶ Toutefois, lorsque la documentation commerciale (type brochure) intègre une partie appelée « principales caractéristiques financières » ou « fiche technique du produit », le vocable « obligation » peut être utilisé dans une rubrique *forme juridique* qui permet ainsi de qualifier juridiquement le titre de créance concerné.

2.3.2. Mention du risque de perte en capital en cours de vie et à l'échéance

- Exemple de pratique non admise :

La mention « risque de perte en capital en cours de vie et à l'échéance » ne figure pas dès la première page de la brochure ou dès la première bannière internet ou y figure mais en petits caractères et est présentée de manière « positive » sous la forme par exemple (pour un produit indexé à l'évolution d'un indice) de « Une protection du capital à l'échéance tant que l'indice X n'a pas baissé de plus de X % à cette date »

Positions :

La mention relative au risque de perte en capital reflète une caractéristique majeure du produit et doit être clairement insérée de manière la plus visible possible dans tout document commercial c'est-à-dire dès la première page d'une brochure ou dès la première bannière internet mais également dans le tableau ou fiche récapitulative des principales caractéristiques du produit ainsi que dans l'avertissement.

Par ailleurs, cette mention doit expliquer sans aucun doute possible le risque possible de perte en capital. En reprenant l'exemple de pratique rencontrée cité ci-dessus, la phrase devient alors « un risque de perte en capital à l'échéance si l'indice X a baissé de plus de X % à cette date ».

L'utilisation d'une couleur différente du reste du texte ou du gras contribue à rendre cette mention plus visible. Il est demandé d'indiquer que l'investisseur reçoit à la maturité de son placement la totalité ou l'intégralité du capital initial et non 100% de la valeur nominale, ceci afin d'éviter toute confusion avec la notion de taux de rendement et donc de performance.

Si le capital initialement investi diffère de la valeur nominale (cas des titres achetés à un prix inférieur ou supérieur au pair), il convient d'insérer dans la documentation commerciale le paragraphe suivant ;

« Les termes « capital initial » ou « capital » utilisés dans cette brochure désignent la valeur nominale des [Certificats/ EMTN/ Obligations/Titres de créance] soit [1000 euros].

Le montant remboursé est calculé sur la base de la valeur nominale des [Certificats/ EMTN/ Obligations/Titres de créance], hors frais et fiscalité applicable au cadre d'investissement. » Ce paragraphe doit figurer dans les premières pages de la brochure et mis substantiellement en évidence (par exemple ce paragraphe peut être encadré et/ou en gras).

Il en est de même si le prix d'acquisition du titre de créance varie pendant la période de commercialisation pour atteindre 100% à la date de constatation initiale ou valeur nominale. Le calcul doit être clairement identifié dans la brochure et faire l'objet d'un renvoi vers les Conditions Définitives du titre pour tout complément d'information (rémunération monétaire de X % retenue... etc.).

2.3.3. Mention de la durée d'investissement conseillée⁷

- Exemple de pratique non admise :

La mention sur la durée d'investissement conseillée ne figure pas dès la première page de la brochure ou dès la première bannière internet ou y figure mais en petits caractères et est incomplète lorsqu'il existe un mécanisme de remboursement anticipé qui n'est pas rappelé.

⁷ Cette mention ne s'applique pas par définition aux produits à maturité ouverte ou aux produits sensibles à la valeur temps (tels que les *warrants* et *turbos*).

Position :

Quand c'est le cas, la mention sur la durée d'investissement conseillée, pour bénéficier de l'application de la formule de remboursement, doit également être clairement mise en avant dans toute documentation commerciale et sur le même plan que la mention sur le risque de perte en capital. Les obligations/titres de créance étant construites dans la perspective d'un investissement jusqu'à la date d'échéance, l'investisseur prend donc un risque en capital non mesurable a priori s'il revend ses titres avant la date de remboursement prévue.

L'utilisation d'une couleur différente du reste du texte ou du gras contribue également à rendre cette mention plus visible.

Par ailleurs, lorsque la date d'échéance du produit peut être avancée de façon non discrétionnaire (« remboursement anticipé »), par exemple si le niveau d'un indice de référence, à une date prédéterminée, est supérieur ou égal à X% du niveau de l'indice à la date de constatation initiale, il convient de préciser ce point dès la première page de la brochure ou dès l'apparition de la mention « la durée d'investissement ». Cette dernière est, en effet, conditionnée à la réalisation ou non d'un événement.

Il convient de présenter clairement et systématiquement l'évènement déclencheur d'un éventuel remboursement anticipé sur la première page de la documentation commerciale, ceci afin que le porteur ait une bonne compréhension de la réelle durée de placement de son investissement.

Enfin, si la mention de la durée d'investissement conseillée ne s'applique pas par définition aux produits à maturité ouverte ou aux produits sensibles à la valeur temps (tels les warrants par exemple), il est néanmoins nécessaire que l'émetteur rappelle dans la documentation commerciale les caractéristiques ou sensibilités atypiques de ces produits.

2.3.4. *Mention du renvoi aux facteurs de risques du prospectus*

- *Exemple de pratique non admise :*

Le renvoi aux facteurs de risques du prospectus (par les phrases « Il est recommandé aux investisseurs de se reporter à la rubrique facteurs de risques » ou « l'émetteur X recommande aux investisseurs de lire attentivement la rubrique facteurs de risques du prospectus ») est souvent noyé au sein de la rubrique généralement intitulée « avertissement » ou « information importante » ou « disclaimer » qui apparaît elle-même en toute fin de documentation commerciale, dans une police de caractère souvent peu lisible.

Position :

Il convient d'isoler, au sein de cette rubrique et de manière la plus visible possible, la mention sur le renvoi aux facteurs de risques du prospectus.

Au-delà de ce simple renvoi, il convient également de faire ressortir les principaux risques afférents au produit comme le risque de crédit et de défaut liés à l'émetteur, au garant, le risque de liquidité⁸ lié au produit ou encore la sensibilité du prix du produit à certaines dates, si ces risques sont significatifs et ne sont pas assez explicités à un autre endroit de la documentation commerciale.

⁸ Pour rappel, le risque de perte en capital fait l'objet d'un focus particulier (cf. point 2.3 en page 5).

2.4. Exactitude, clarté et caractère trompeur de l'information

Rappel du texte de référence

Article 314-11 du Règlement Général de l'AMF

L'information inclut le nom du prestataire de services d'investissement.

Elle est exacte et s'abstient en particulier de mettre l'accent sur les avantages potentiels d'un service d'investissement ou d'un instrument financier sans indiquer aussi, correctement et de façon très apparente, les risques éventuels correspondants.

Elle est suffisante et présentée d'une manière qui soit compréhensible par un investisseur moyen de la catégorie auquel elle s'adresse ou auquel il est probable qu'elle parvienne.

Elle ne travestit, ni ne minimise, ni n'occulte certains éléments, déclarations ou avertissements importants.

2.4.1. Exactitude de l'information

- *Exemples de pratiques non admises :*

- *que la présentation des avantages et inconvénients est insérée trop tardivement dans la documentation commerciale (par exemple en dernière page entre le rappel des caractéristiques techniques du produit et l'avertissement général ;*
- *que la présentation des risques du produit financier est insérée dans une note de bas de page alors que les avantages le sont dans le corps du document ;*
- *que les accroches commerciales sont simplifiées et ne mentionnent qu'une caractéristique du produit. Par exemple, «Bénéficiaire de la performance des marchés actions» alors que la performance offerte sera une moyenne des performances des marchés sur plusieurs années ;*
- *que la documentation commerciale omet de préciser que le rendement indiqué est hors frais, commissions et fiscalité applicable au cadre d'investissement ;*
- *que la documentation commerciale omet de faire référence aux frais liés au produit (exemple : commissions de structuration, commissions de distribution⁹, etc...) et de manière peu visible ;*
- *que la mention sur le cadre d'investissement applicable au produit concerné (« compte titres et assurance le cas échéant ») n'est pas systématiquement précisé ;*
- *qu'une accroche commerciale associe de manière simple les notions de « performance » et de « sécurité ». En effet, dans la mesure où la recherche de préservation du capital se fera toujours au détriment de la performance obtenue puisque cette protection aura un coût, il n'est pas possible d'afficher les notions de "performance" et de "sécurité" (ou toutes autres notions similaires) sans ajouts de mentions explicatives complémentaires ; une accroche commerciale du type « associez performance et sécurité en investissant dans le produit » ne serait donc pas acceptable.*

⁹ Exemple de rédaction à adopter pour ce type de commissions : « Des commissions relatives à cette transaction ont été payées par l'émetteur X à [des tiers/ citer le nom du distributeur s'il est identifié]. Elles couvrent les coûts de distribution et/ou de structuration et sont d'un montant annuel maximum équivalent à X % du montant de l'émission. »

Position :

L'appréciation de l'exactitude de l'information repose sur une présentation équilibrée des différentes caractéristiques du produit financier et ne doit occulter aucun élément significatif. Ainsi les risques doivent figurer d'une manière aussi apparente que le sont les avantages. La place réservée aux caractéristiques moins favorables dans le document et la typographie utilisée contribuent à déterminer le caractère exact de l'information.

2.4.2. *Clarté de l'information*

• *Exemples de pratiques non admises :*

- *les caractéristiques du produit sont présentées en utilisant un vocabulaire trop technique ou jargonnant au regard de la clientèle cible, ce qui nuit à la clarté de l'information ;*
- *la présentation du produit utilise un vocabulaire ambigu dont le sens commun ne correspond pas à la réalité économique du produit ;*
- *un document commercial présente un chiffre de performance de + 20 % par an et l'accompagne d'une formule créant une confusion entre les performances passées et la promesse de gains futurs ;*
- *Un document commercial intègre des statistiques relatives au secteur d'activité du sous-jacent concerné sans indiquer la source (exemple : statistiques sur l'évolution du cours de l'or dans le cadre de certificats indexés) ;*
- *l'avertissement ne rappelle pas que le produit s'adresse à des investisseurs avertis alors que c'est le cas ;*
- *l'avertissement ne rappelle pas que l'ensemble de la documentation juridique concernant le produit est disponible, selon sa nature (c'est-à-dire prospectus de base, suppléments et Final Terms), sur tel ou tel site (c'est-à-dire site de l'émetteur et/ou le site de l'AMF) et également disponible gratuitement, sur simple demande, à l'adresse de l'émetteur.*

Position :

Pour être claire, l'information doit être suffisante pour permettre à un investisseur de comprendre les caractéristiques principales du produit dans lequel il investit. Il doit être en mesure d'évaluer les avantages et les risques. Le vocabulaire utilisé dans la présentation du produit doit être compris par la cible de clientèle à laquelle il est destiné.

La source des informations doit systématiquement être indiquée et un renvoi, quand c'est pertinent¹⁰, au site internet du sous-jacent concerné doit être prévu afin de permettre au lecteur d'accéder directement aux statistiques mentionnées.

2.4.3. *Caractère trompeur de l'information*

• *Exemples de pratiques non admises :*

- *le document commercial d'un titre de créance structurée axe sa communication sur la distribution d'un rendement annuel élevé alors que le capital n'est pas garanti in fine ;*
- *le document commercial dont la dénomination inclut un niveau de rendement potentiel du produit (ex : 'Nom du titre de créance X %') ne met pas en évidence, de façon au moins aussi visible, le fait que le produit présente un risque de perte en capital, et que le taux affiché n'est obtenu que dans des configurations de marché particulières et ne constitue donc pas une promesse de rendement ;*

¹⁰ A titre d'exemple, l'AMF considère comme pertinent le cas des indices propriétaires mentionnés au point 2.7.

- le document commercial d'un titre de créance structuré présente une performance potentielle finale du produit sans l'accompagner du taux de rendement annuel équivalent ;
- le document commercial d'un titre de créance structuré présente un inconvénient sous la forme d'un avantage. Par exemple, un autocall qui verse un gain de 10% à une date prédéterminée si l'indice de marché de référence à cette date est supérieur ou égal à son cours initial. Or à ladite date de constatation, l'indice de marché clôture à 115% de sa valeur initiale, dans la mesure où le montant du coupon est inférieur à la hausse de l'indice, il n'est pas possible de mettre en avant de coupon de 10% sans mentionner corrélativement le plafonnement des gains ;
- le document commercial communique sur la performance d'un titre de créance structuré en le comparant à un indicateur de référence différent de celui indiqué dans son prospectus, ou calculé dividendes non réinvestis alors que la performance du produit inclut ces dividendes.

Position :

L'information trompeuse présuppose une volonté d'induire en erreur l'investisseur par une présentation déformée ou incomplète du produit financier dans l'objectif de favoriser la vente de celui-ci. Les pratiques visant à décrire le produit financier principalement sous ses caractéristiques les plus favorables ne sont pas admises car trompeuses faute de présentation équilibrée.

2.5. Communication sur les performances passées / simulations historiques

Précision de terminologie : en matière de documentation commerciale relative à des titres de créance structurés, il est à noter une confusion régulière dans l'utilisation des termes « simulations historiques » et « performances passées », cette dernière notion étant plutôt valable pour des produits déjà existants.

2.5.1. *L'indication des performances passées ne constitue pas le thème central de l'information communiquée*

Rappel du texte de référence

Article 314-13 du Règlement Général de l'AMF

Lorsque l'information contient une indication des performances passées d'un instrument financier, d'un indice financier ou d'un service d'investissement, elle doit remplir les conditions suivantes :

1° *cette indication ne doit pas constituer le thème central de l'information communiquée ;*

2° *l'information doit fournir des données appropriées sur les performances passées couvrant les cinq dernières années ou toute la période depuis que l'instrument financier, l'indice financier ou le service d'investissement sont proposés ou existent si cette période est inférieure à cinq ans, ou une période plus longue, à l'initiative du prestataire de services d'investissement. Dans tous les cas, la période retenue doit être fondée sur des tranches complètes de douze mois ;*

3° *la période de référence et la source des données doivent être clairement indiquées ;*

4° *l'information fait figurer bien en vue une mention précisant que les chiffres cités ont trait aux années écoulées et que les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures ;[...]*

- *Exemples de pratiques non admises :*

Il a été considéré que l'indication de la performance passée constituait le thème central de l'information communiquée lorsque la taille de la police de caractère utilisée pour la présentation des données relatives à la performance était disproportionnée par rapport à celle utilisée pour présenter les autres caractéristiques du produit.

Un encart publicitaire qui comporte de nombreux graphiques en arrière plan laissant supposer une performance positive systématique du produit: graphique « stylisé » de performance, sans abscisses ni ordonnées, et ne correspondant pas forcément au comportement réel du produit, flèches systématiquement orientées vers le haut, chiffres toujours positifs (+30, +100) pourra être considéré comme faisant de la performance l'axe central de la communication.

Présentation sur le graphique montrant la performance du sous-jacent des barrières de protection de capital du produit.

L'utilisation d'une petite taille de police de caractère pour la mention sur les performances passées rend sa lecture difficile et n'est pas conforme à la réglementation ;

Position :

Lorsque la performance passée du produit financier constitue une information donnée au même titre et sur le même plan que d'autres caractéristiques du produit, il pourra être considéré qu'elle ne constitue pas le thème central de l'information communiquée. Dans une telle situation, il convient néanmoins de porter une attention particulière à la typographie utilisée et aux couleurs employées pour la communication sur les performances afin d'éviter que cette information ne soit mise au premier plan.

2.5.2. *L'information sur les simulations de performances passées (ou simulations historiques)*

Rappel du texte de référence

Article 314-14 du Règlement Général de l'AMF

Lorsque l'information comporte des simulations des performances passées ou y fait référence, elle doit se rapporter à un instrument financier ou à un indice financier, et les conditions suivantes doivent être remplies :

1° La simulation des performances passées prend pour base les performances passées réelles d'un ou de plusieurs instruments financiers ou indices financiers qui sont similaires ou sous-jacents à l'instrument financier concerné ;

2° En ce qui concerne les performances passées réelles mentionnées au 1° du présent article, les conditions énumérées aux 1° à 3°, 5° et 6° de l'article 314-13 doivent être satisfaites ;

3° L'information fait figurer en bonne place un avertissement précisant que les chiffres se réfèrent à des simulations des performances passées et que les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Positions :

La mention sur les simulations des performances passées, prévue par la réglementation, a pour objectif d'attirer l'attention de l'investisseur sur le fait que les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Il est donc important qu'elle figure en bonne place pour jouer pleinement son rôle. En conséquence, la typographie utilisée pour la rédaction de cette information et sa localisation dans le document sont des éléments à apprécier pour déterminer si les dispositions de l'article 314-14 sont respectées.

La présentation en tant que telle de ces simulations de performances passées est acceptée dès lors qu'elle tend à montrer la sensibilité du produit à l'évolution des conditions historiques de marché : il convient ainsi, dès qu'il est inséré un graphique présentant la courbe d'évolution du taux de rendement actuariel du produit d'ajouter sur ce même graphique, la courbe d'évolution du sous jacent¹¹ (indice de référence, panier, etc...)

2.6. Communication sur les mécanismes de coupon et de remboursement¹²

- *Exemples de pratiques non admises :*

Les explications sur le détail du mécanisme du coupon et des modalités de remboursement ne sont pas dissociées entraînant une confusion pour les investisseurs entre ce qu'ils peuvent percevoir pendant toute la durée de vie de l'obligation/titre de créance (c'est-à-dire le coupon) et ce qu'ils peuvent percevoir à l'échéance du produit, au moment de son remboursement.

Dans la partie « illustrations du mécanisme », les différents scénarii ne sont pas qualifiés et/ou sont trop nombreux et/ou n'indiquent pas systématiquement le niveau correspondant de taux de rendement annuel (TRA). Par ailleurs, il est également constaté que le TRA du scénario médian est souvent très proche du TRA correspondant au scénario favorable.

Positions :

Il convient de présenter séparément et de façon pédagogique le détail de chaque mécanisme.

De manière générale, il convient de limiter le nombre de scénarii à trois¹³, qualifier systématiquement les scénarii (1. défavorable, 2. médian, 3 favorable) et mentionner le taux de rendement annuel correspondant.

Il convient de préciser les hypothèses prises lors de la modélisation de chacun des trois scénarii, lorsque leur description peut être effectuée simplement sous la forme d'un titre (exemple : « scénario défavorable reposant sur l'hypothèse d'une « baisse de l'indice à long terme » ; « scénario médian assumant une baisse puis un rebond de l'indice », « scénario favorable basé sur l'hypothèse d'une « hausse de l'indice à court terme »).

Les hypothèses retenues doivent correspondre à des scénarii réalistes et présenter des taux de rendement ou de perte probables pour un investisseur potentiel.

Le cas échéant, il est également nécessaire de mettre en évidence le plafonnement des gains (illustration graphique et narrative).

¹¹ Pour les produits dont le rendement est inversement proportionnel à l'évolution du sous-jacent (exemple des *reverse convertible bonds*) le graphique est adapté en conséquence.

¹² Ne s'applique pas aux *warrants*.

¹³ Un quatrième scénario peut-être envisagé pour autant qu'il respecte les conditions générales d'équilibre de la brochure.

2.7. Communication portant sur des indices

Les points 2.7.1 et 2.7.3 concernent tous les types d'indices alors que les points 2.7.2 et 2.7.4 traitent plus spécifiquement des indices dits « de stratégie ou propriétaires » c'est-à-dire des indices qui présentent des caractéristiques atypiques comme par exemple l'existence d'une stratégie intrinsèque à l'indice visant à créer un comportement spécifique ou une surperformance par rapport à leur marché de référence.

2.7.1. Modalités particulières de calcul de l'indice

En application de l'article L.533-12 du code monétaire et financier, « Toutes les informations, y compris les communications à caractère promotionnel, adressées par un prestataire de services d'investissement à des clients, notamment des clients potentiels, présentent un contenu exact, clair et non trompeur ».

Lorsque cette information mentionne un indice financier, il convient que l'information n'occulte pas certains éléments essentiels relatifs à l'indice. En particulier, certains indices ne présentent pas la performance totale simulée d'un investissement dans ses composants.

- *Exemples de pratiques nécessitant un complément d'information*

La performance calculée de l'indice ne tient pas compte du réinvestissement des dividendes versés par les sous-jacents ;

La performance calculée est une performance dite « en excès du taux sans risque » ('excess return') ;

Les acquisitions et cessions de certains composants rendues nécessaires par les rebalancements de l'indice sont enregistrées à des prix différents (simulant une fourchette de prix achat-vente) ;

La performance calculée inclut une marge de financement (ex : rémunération des liquidités au taux sans risque dont est déduit un coût fixe exprimé en points de base) ;

La performance calculée inclut un coût de réalisation de certaines opérations (par exemple, un coût d'emprunt des titres pour les indices proposant une exposition vendeuse nette) ;

La performance calculée inclut un coût général de fonctionnement de l'indice (ex : performance de l'indice déflatée d'un pourcentage fixe ou d'un pourcentage prorata temporis à chaque date de publication).

En conséquence, le fait de ne pas mentionner, dans les documents commerciaux présentant ou nommant l'indice, l'existence de ce type de coût majore le risque que l'information ne présente pas « un contenu exact, clair et non trompeur ».

Position :

Il convient que les éléments suivants soient systématiquement intégrés à l'information diffusée:

- **la mention du fait que l'indice ne présente pas le rendement total des actifs dans lesquels il est investi. A titre d'exemple, i) un EMTN, dont la performance finale est indexée à celle d'un indice de marché comme le CAC40 ou l'Eurostoxx 50 ne permet pas à un investisseur de recevoir les dividendes des actions qui composent l'indice, ii) La performance du produit peut être fonction de celle d'un indice de marché mais plafonnée à x%, l'investisseur ne percevra donc pas la totalité de la performance du sous-jacent ;**
- **les éléments essentiels des règles appliquées conduisant à une minoration de la valeur de l'indice par rapport au rendement total des actifs dans lesquels il est investi (ces règles doivent naturellement être prédéterminées, faute de quoi les risques de manipulation de la valeur de l'indice sont extrêmement majorés) et le cas échéant, l'existence d'un agent de calcul externe en charge du calcul des coûts de réplification.**

- des éléments permettant au client d'apprécier l'impact de ces déductions de performance sur le rendement total (par exemple, le renvoi à un site internet présentant une comparaison de l'indice avec l'indice présentant le rendement total, ou l'impact de ces « frais » sur une période écoulée pertinente peut permettre de satisfaire à cette exigence)¹⁴.

2.7.2. Indices cherchant à générer un comportement spécifique ou une surperformance

L'exigence d'un « contenu clair, exact, et non trompeur » nécessite également de s'assurer, dès lors que l'on est en présence d'un indice de stratégie (c'est-à-dire un indice présentant des caractéristiques atypiques, comme par exemple l'existence d'une stratégie intrinsèque à l'indice visant à créer un comportement spécifique ou une surperformance par rapport à leur marché de référence), que ces éléments soient communiqués à l'investisseur :

- en utilisant par exemple la mention « indice de stratégie » pour ces indices dès le titre ;
- et en détaillant les éléments essentiels des règles de l'indice visant à générer ce biais ou cette surperformance.

2.7.3. Information sur l'existence de conflits d'intérêt potentiels

Position :

Le calcul et la diffusion des valeurs d'un indice nécessitent notamment deux phases successives :

- l'une consistant à établir la liste des composants et leurs poids relatifs ;
- l'autre consistant à calculer la valeur de l'indice à partir des règles prédéterminées de calcul de l'indice.

Ces deux étapes sont susceptibles de donner lieu à la manifestation de situations de conflits d'intérêts. En particulier, la situation la plus sensible identifiée dans le cadre des titres de créance structurés est celle où un produit est indexé à un indice qui est calculé, publié et diffusé par diverses entités d'un même groupe financier, lorsque la contrepartie de l'instrument financier à terme appartient à ce même groupe.

Le risque est encore renforcé lorsque le distributeur est une entité du groupe financier concerné¹⁵. Dans ce type de cas, où aucun contrôle externe n'est exercé sur le niveau de l'indice calculé, il est indispensable que les investisseurs soient clairement informés de l'existence de potentiels conflits d'intérêts.

En outre, il convient de souligner que la commercialisation de tels produits vers des investisseurs non professionnels générerait un risque particulièrement élevé de mauvaise commercialisation du produit, compte tenu de la difficulté pour un investisseur non professionnel d'apprécier pleinement les risques associés, notamment en matière de conflits d'intérêts potentiels.

Il est donc nécessaire d'identifier clairement dans la documentation commerciale le nom et le rôle de chaque intervenant dans le process de calcul ou de constatation de la performance du produit, ceci particulièrement, quand ces acteurs sont des filiales d'un même groupe et d'indiquer les différents impacts négatifs en termes de conflits d'intérêts pour le porteur.

¹⁴ L'émetteur peut préciser que la réplcation d'un indice induit des coûts inévitables (exemple ; repo, niveau effectif de rémunération du cash, coûts de financement en cas de levier, *bid offer*, etc...).

¹⁵ Même si en théorie, la directive MIF ne fait pas la distinction.

2.7.4. *Utilisation appropriée du terme « indice » : informations disponibles sur l'indice*

Position :

L'information délivrée aux investisseurs n'est pas claire, exacte et non trompeuse si le terme « indice » est utilisé alors que celui-ci ne présente pas les garanties d'élaboration et de publication habituellement attendues d'un indice. Ceci impose notamment que des informations adaptées, soit sur les règles intégrales d'élaboration et de fonctionnement, soit sur la composition de l'indice, soient simplement accessibles ou diffusées sans frais aux investisseurs.