

---

FSMA\_2017\_04 dd. 30/01/2017

## Standpunt van de FSMA over de toepassing van de Belgische regels over onrechtmatige bedingen op sommige clausules in het kader van de aanbidding van beleggingsinstrumenten

---

### **Toepassingsveld:**

De ondernemingen die beleggingsinstrumenten aanbieden aan consumenten op het Belgische grondgebied.

### **Samenvatting/Doelstelling:**

Dit Standpunt bevat een reeks aanbevelingen en interpretaties van de FSMA met betrekking tot de toepassing en de draagwijdte van de bepalingen inzake onrechtmatige bedingen, die deel uitmaken van boek VI “Marktpraktijken en consumentenbescherming” van het Wetboek van economisch recht (“WER”), in de contractuele verhouding tussen de emittenten van beleggingsinstrumenten en de beleggers die als consument in de betekenis van het WER kunnen intekenen op deze beleggingsinstrumenten.

### **Structuur:**

1. Inleiding
  2. Aanbeveling bij openbare aanbiddingen in België
  3. Standpunt over de toepassing van de Belgische regels inzake onrechtmatige bedingen
- 

## **1. Inleiding**

- Het Standpunt bevat een reeks aanbevelingen en interpretaties van de FSMA met betrekking tot de toepassing en de draagwijdte van de bepalingen inzake onrechtmatige bedingen in de contractuele verhouding tussen de emittenten van beleggingsinstrumenten en de beleggers die als consument in de betekenis van het WER kunnen intekenen op deze beleggingsinstrumenten.

De bepalingen inzake onrechtmatige bedingen zijn namelijk ook van toepassing op “financiële diensten” zoals bedoeld in artikel 1.8, 18° WER. Dit ruime begrip omvat ook beleggingsinstrumenten. De wetgever heeft hierbij geen verder onderscheid gemaakt naargelang het type van beleggingsinstrumenten.

- Het Standpunt is vooral gebaseerd op de ervaring van de FSMA in het kader van haar *a priori* toezicht op de informatieverstrekking in het kader van openbare aanbiedingen van beleggingsinstrumenten. Dit verhindert niet dat de interpretaties ook relevant zijn voor niet-openbare aanbiedingen van beleggingsinstrumenten (of voor openbare aanbiedingen van beleggingsinstrumenten die niet aan de controle van de FSMA zijn onderworpen) indien consumenten (in de betekenis van het WER) hierop kunnen intekenen.
- Uit deze toezichtspraktijk is gebleken dat een aantal bedingen die herhaaldelijk worden opgenomen in de “Terms and Conditions” van gestructureerde notes, zoals weergegeven in de prospectussen die worden gebruikt in het kader van openbare aanbiedingen op het Belgische grondgebied, problematisch kunnen zijn in het licht van de bepalingen inzake onrechtmatige bedingen, inzonderheid de door de wetgever opgesomde “zwarte bedingen” uit artikel VI.83 WER. De zwarte bedingen opgenomen in de lijst van artikel VI.83 WER, de zogenaamde “zwarte lijst”, zijn in elk geval onrechtmatig en daarom verboden.

Aangezien de gestructureerde notes een vaste looptijd hebben, gebeurt de beoordeling aan de hand van de zwarte bedingen die gelden voor de overeenkomsten van bepaalde duur. Het betreft vooral:

- bedingen die de emittent toelaten om wezenlijke kenmerken van een overeenkomst eenzijdig te wijzigen – artikel VI.83, 4° WER;
- bedingen die de emittent toelaten een overeenkomst van bepaalde duur eenzijdig te beëindigen zonder schadeloosstelling – artikel VI.83, 10° WER;
- bedingen die voorzien in de overdracht van de overeenkomst – artikel VI.83, 31° WER.

De beoordeling van de contractuele bedingen die in eerste instantie gebeurt aan de hand van de zwarte lijst, wordt aangevuld met een toetsing op grond van de “algemene norm” uit artikel I.8, 22° WER. Overeenkomstig deze algemene norm is het van belang om uit te maken of het beding al dan niet een “kennelijk onevenwicht tussen de rechten en verplichtingen van partijen ten nadele van de consument” creëert. Enerzijds betekent de omstandigheid dat een beding niet verboden is onder de zwarte lijst immers nog niet automatisch dat het beding ook rechtmatig is in het licht van de algemene norm. Bedingen die niet strikt vallen onder één van de bepalingen van de zwarte lijst kunnen namelijk aan de hand van de algemene norm toch onrechtmatig worden bevonden. Anderzijds wordt de algemene norm ook als leidraad gebruikt voor de interpretatie van de betekenis van de zwarte bedingen voor deze beleggingsinstrumenten. Gelet op de aard en de eigenheid van beleggingsinstrumenten, zijn de bepalingen van de zwarte lijst (met in elk geval onrechtmatige bedingen) immers niet steeds zomaar toepasbaar op de contractuele clausules opgenomen in de “Terms and Conditions”.

- Gestructureerde notes zijn te beschouwen als beleggingsinstrumenten waarvan de prijs afhankelijk is van fluctuaties op de financiële markt. Daarom zijn de zwarte bedingen vastgesteld in artikel VI.83, 3° (het op discretionaire wijze verhogen van de prijs of wijzigen van de voorwaarden ten nadele van de consument) en 5° (het eenzijdig bepalen of wijzigen van de leveringstermijn van een product) WER op grond van artikel 5, § 2 van het koninklijk besluit van 23 maart 2014<sup>1</sup> niet van toepassing op deze notes.

De in dit Standpunt geformuleerde aanbevelingen en interpretaties zijn eveneens relevant voor de niet-gestructureerde schuldinstrumenten die op vervaldag recht geven op de betaling van de nominale waarde (bv. plain vanilla bonds, senior notes). Deze beleggingsinstrumenten zijn ook op te vatten als producten met een vaste looptijd waarvan de prijs afhankelijk is van fluctuaties op de financiële markt. Waar een aanbeveling of interpretatie specifiek geldt voor dit type beleggingsinstrument, wordt dit expliciet vermeld. Op die wijze wordt gestreefd naar coherentie in de toepassing van de wettelijke bepalingen die zonder onderscheid gelden voor alle beleggingsinstrumenten van bepaalde duur.

Hoewel beleggingsinstrumenten met een onbepaalde looptijd (bv. financiële derivaten zoals CFD's, etc.) niet rechtstreeks worden geïllustreerd in dit document, zijn sommige aanbevelingen en interpretaties, inzonderheid deze met betrekking tot de notie overmacht, er *mutatis mutandis* ook op van toepassing.

- Opgevat als een dynamisch document kan dit standpunt op termijn worden verfijnd en aangevuld om rekening te houden met nieuwe evoluties, inzichten en vragen m.b.t. de toepassing van de bepalingen inzake onrechtmatige bedingen, en indien dit volgens de FSMA wenselijk is, worden uitgebreid tot andere soorten financiële producten.

Aangezien in dit document enkel aanbevelingen en interpretaties van de FSMA zijn opgenomen, gaat het niet om een regelgevend document. Deze aanbevelingen en interpretaties doen ook geenszins afbreuk aan de ultieme rechterlijke bevoegdheid voor de beoordeling van het (on)rechtmatig karakter van deze contractuele clausules.

Ofschoon de bepalingen inzake onrechtmatige bedingen al sinds de invoering van boek VI in het WER door de wet van 21 december 2013 van toepassing zijn op beleggingsinstrumenten en dit Standpunt enkel aanbevelingen en interpretaties bevat, zal de FSMA er rekening mee houden dat deze aanbevelingen en interpretaties nog niet in aanmerking konden worden genomen voorafgaand aan de bekendmaking van dit Standpunt.

---

<sup>1</sup> Koninklijk besluit tot het nemen van bijzondere maatregelen en tot afwijken van sommige bepalingen van boek VI van het Wetboek van economisch recht voor bepaalde categorieën van financiële diensten.

## 2. De FSMA beveelt aan :

- om, wanneer de aanbieding gebeurt op basis van een prospectus dat werd goedgekeurd door de bevoegde autoriteit van een andere lidstaat van de EER (het zgn. “gepasporteerde” prospectus):
  - indien dit gepasporteerde prospectus een basisprospectus is, de erin opgenomen onrechtmatige bedingen uitdrukkelijk niet-toepasselijk te verklaren in de **definitieve voorwaarden** van de openbare aanbieding in België; te dien einde wordt aanbevolen dat de emittenten deze optie voorzien in het gepasporteerde basisprospectus;
  - indien eventuele onrechtmatige bedingen, niettegenstaande het verbod daartoe toch zouden zijn opgenomen in de “Terms and Conditions” die deel uitmaken van het gepasporteerde prospectus, in de **reclame** (of andere documenten en berichten) met betrekking tot een openbare aanbieding in België die (ook of uitsluitend) is gericht aan consumenten en die uitgaat van de emittent of van een distributeur die handelt met instemming of medewerking van de emittent:
    - de verklaring op te nemen dat de emittent zich ertoe verbindt om de bepalingen van het WER, inzonderheid deze inzake onrechtmatige bedingen, na te leven; indien de reclame uitgaat van een distributeur deze verbintenis van de emittent op te nemen in de reclame met instemming van de emittent;
    - deze onrechtmatige bedingen te identificeren en in de voornoemde verklaring toe te voegen dat deze dan ook niet gelden.
- Op het vlak van de **leesbaarheid**, in (i) de samenvatting van het (basis)prospectus en in (ii) het hoofdstuk i.v.m. de toepasselijke contractuele bepalingen (de “Terms and Conditions”) van het (basis)prospectus een duidelijk en begrijpelijk overzicht op te nemen van de rechten van beide partijen en de uitvoeringsmodaliteiten ervan, op een zodanige wijze dat de consument de draagwijdte van de voorwaarden kan begrijpen en de economische gevolgen van de clausules kan inschatten.

### 3. Standpunt van de FSMA over :

#### Overmacht

- a. Er kan slechts sprake zijn van een situatie van **overmacht** ingeval van onoverkomelijke onmogelijkheid tot nakoming van de verbintenissen door een van de partijen die niet toe te rekenen is aan die partij.

Op voorwaarde dat zij de voortzetting van het beleggingsinstrument definitief onmogelijk maken, kunnen volgens de FSMA bijvoorbeeld als overmacht worden beschouwd: problemen met de voortzetting van het onderliggende ten gevolge van het faillissement van de emittent van (één of meerdere componenten van) het onderliggende, dan wel het onwettelijk zijn/worden (zoals de zgn. voorvallen van “illegality”, “change in law”, “nationalisation” of “regulatory action”), het niet langer beschikbaar stellen van de nodige informatie (zoals de zgn. voorvallen van “reporting disruption”) of wijzigingen van het beleggingsbeleid of andere dusdanige wijzigingen (zoals de zgn. voorvallen van “strategy breach”, de “fund modification”, “index modification” of “index disruption”) m.b.t. (één of meerdere componenten van) het onderliggende.

Daarentegen kunnen situaties die ertoe leiden dat het voorzetten van het product onder gelijkaardige omstandigheden duurder of moeilijker (maar niet definitief onmogelijk) wordt, om welke (interne of externe) reden dan ook, alsook gebeurtenissen en risico's die inherent zijn aan de activiteit van de emittent die bestaat in de productontwikkeling, volgens de FSMA niet als gevallen van overmacht worden beschouwd.

Volgende situaties komen om die redenen volgens de FSMA niet in aanmerking als overmacht (niet-exhaustief):

- een wijziging van het belastingregime die voor een emittent leidt tot een verhoogde kost (de zgn. “tax event”);
- een verhoging van de kosten voor het voorzetten van het afdekkingsinstrument (de zgn. “increased cost of hedging”);
- een vermindering van het volume van de notes in omloop (de zgn. “clean-up”);
- een gevoelige waardedaling van het onderliggende (de zgn. “stop-loss”).

- b. **Overmacht** belet de emittent om zijn verplichtingen na te komen en is overeenkomstig het gemeen recht **een rechtmatige reden voor de emittent om de overeenkomst eenzijdig te beëindigen en aldus over te gaan tot vervroegde terugbetaling aan marktwaarde**, zelfs zonder een beding dat uitdrukkelijk voorziet in dit recht.

Een beding waarbij de emittent zich uitdrukkelijk het recht voorbehoudt om in geval van overmacht het beleggingsinstrument (van bepaalde of onbepaalde duur) vroegtijdig terug te betalen aan minstens de marktwaarde<sup>2</sup> van dat moment is dan ook niet verboden door de zwarte lijst (zie artikel VI.83, 10° en 11° WER) noch door de algemene norm.

Een beding waarbij de emittent zich het recht voorbehoudt om, in geval van overmacht, de overeenkomst vroegtijdig te beëindigen zonder terugbetaling aan de consument van (minstens) de marktwaarde van dat moment creëert daarentegen wel een kennelijk onevenwicht tussen de rechten en plichten van de partijen ten nadele van de consument en is dan ook verboden door (minstens) de algemene norm (artikel I.8.22° WER jo. artikel VI.82 WER).

- c. Ook een beding waarbij de emittent zich het recht voorbehoudt om, in geval van vroegtijdige terugbetaling (zelfs) bij overmacht, extra kosten aan te rekenen aan de consument creëert een kennelijk onevenwicht tussen de rechten en plichten van de partijen ten nadele van de consument. Zulk beding laat de emittent toe om zich te verrijken door gedeeltelijk voor zich te houden wat aan de consumenten toekomt en is dan ook verboden door de algemene norm (artikel I.8.22° WER jo. artikel VI.82 WER). Met extra kosten worden de andere kosten bedoeld dan deze die onvermijdelijk zijn om een consument de marktwaarde te kunnen terugbetalen van wat hem (en niet de emittent) toekomt.
- d. Overmacht belet de emittent om zijn verplichtingen na te komen. **Overmacht verleent de emittent daarentegen niet het recht om wezenlijke kenmerken van de overeenkomst te wijzigen**, behoudens met het akkoord van de consument of onder de hierna vermelden voorwaarden (zie hierna onder litterae f, g en h).

#### **De eenzijdige wijziging van wezenlijke kenmerken van het beleggingsinstrument (artikel VI.83, 4° WER).**

- e. Voor doeleinden van artikel VI.83, 4° WER is de FSMA van oordeel dat **minstens de volgende kenmerken wezenlijk zijn voor de consument die belegt in een gestructureerd product**:
  - (i) het rendement (coupon-structuur);
  - (ii) de onderliggende waarde die determinerend is voor het rendement;
  - (iii) de al dan niet terugbetaling van de gehele of gedeeltelijke investering op vervaldag (cfr. geen, gedeeltelijke of volledige kapitaalbescherming);

---

<sup>2</sup> Met marktwaarde (ofwel *fair value* of reële waarde) wordt bedoeld op de waarde of prijs waarvoor een actief kan worden verhandeld of een verplichting kan worden overgedragen tussen geïnformeerde, onafhankelijke en tot transactie bereid zijnde partijen. De marktwaarden op een actieve markt zijn de actuele observeerbare bied- en vraagprijzen. Bij gebrek aan recente observeerbare marktprijzen, wordt de marktwaarde van een actief of verplichting bepaald aan de hand van een algemeen aanvaard (waardering)model.

- (iv) de (tegen)partij waarop een belegger het kredietrisico loopt;
- (v) de looptijd van het gestructureerde product.

Bijgevolg zijn bedingen die de emittent het recht verlenen om deze wezenlijke kenmerken van het beleggingsinstrument eenzijdig te wijzigen in beginsel verboden (artikel VI.83, 4° WER - zie evenwel hierna onder litterae f, g en h voor gevallen die hier volgens de FSMA niet onder vallen).

- f. Bedingen die voorzien dat, zelfs wezenlijke, kenmerken kunnen worden gewijzigd door een **meerderheidsbeslissing van de houders van beleggingsinstrumenten** (naar het voorbeeld van wat is voorzien door het Wetboek van vennootschappen voor de algemene vergadering van obligatiehouders), zijn volgens de FSMA in beginsel **niet verboden** door artikel VI.83, 4° WER omdat ze niet aan de emittent het recht verlenen om eenzijdig de wezenlijke kenmerken van het product te wijzigen (tenzij uit de concrete omstandigheden blijkt dat de emittent zich op die manier *de facto* het recht toeëigent om deze beslissing eenzijdig op te leggen).
- g. Bedingen waarbij de emittent zich het recht voorbehoudt om aan de consument, **als alternatief voor de vroegtijdige terugbetaling aan marktwaarde** waartoe de emittent **bij overmacht** mag overgaan, de keuze van **een gewijzigde overeenkomst aan te bieden**, zijn volgens de FSMA **niet verboden** door artikel VI.83, 4° WER. Zulk beding verleent de emittent immers niet het recht om eenzijdig de wezenlijke kenmerken van het product te wijzigen, doch enkel om dit met het akkoord van de consument te doen.
- h. De FSMA is van oordeel dat **bedingen waarbij de emittent zich het recht voorbehoudt om eenzijdig wezenlijke kenmerken van het product te wijzigen onder bepaalde voorwaarden toch aanvaardbaar kunnen zijn**.

Deze voorwaarden beogen de toepassing van de regels over onrechtmatige bedingen op beleggingsinstrumenten te verduidelijken, waarbij rekening wordt gehouden met de noodzaak om bij de interpretatie van artikel VI.83, 4° WER rekening te houden met zowel de intrinsieke kenmerken van beleggingsinstrumenten als met de finaliteit van de wetgeving (die ook wordt weerspiegeld door de algemene norm). **De cumulatieve voorwaarden zijn de volgende:**

- (i) de emittent heeft dit recht enkel:
  - a. bij overmacht; of
  - b. bij een gebeurtenis die op betekenisvolle wijze de economie van het contract zoals initieel overeengekomen tussen partijen wijzigt en die niet toerekenbaar is aan de emittent, ook al maakt zij de uitvoering van het contract niet definitief onmogelijk (en vormt zij dus geen overmacht).

- ⇒ De FSMA is van oordeel dat bijvoorbeeld problemen met de voortzetting van het onderliggende ten gevolge van het faillissement van de emittent van (één of meerdere componenten van) het onderliggende, dan wel het onwettelijk zijn/worden (zoals de zgn. voorvallen van “illegality”, “change in law”, “nationalisation” of “regulatory action”), het niet langer beschikbaar stellen van de nodige informatie (zoals de zgn. voorvallen van “reporting disruption”) of wijzigingen van het beleggingsbeleid of andere dusdanige wijzigingen (zoals de zgn. voorvallen van “strategy breach”, de “fund modification”, “index modification” of “index disruption”) m.b.t. (één of meerdere componenten van) het onderliggende, die de voortzetting van het beleggingsinstrument evenwel niet definitief onmogelijk maken, aan deze voorwaarde beantwoorden.
  - ⇒ De FSMA is van oordeel dat voorvallen die inherent zijn aan de activiteit van de emittent die bestaat in de productontwikkeling, niet beantwoorden aan deze voorwaarde (zoals de voorvallen aangeduid als “increased cost of hedging”, “hedging disruption”, ...). Een beding dat de emittent het recht verleent om in zulke gevallen wezenlijke kenmerken van het product eenzijdig te wijzigen, creëert een kennelijk onevenwicht tussen de rechten en plichten van de partijen ten nadele van de consument en is dan ook verboden door de algemene norm (artikel I.8.22° WER jo. artikel VI.82 WER).
- (ii) Het beding moet op duidelijke en begrijpelijke manier zijn opgesteld.
- (iii) De uitvoeringsmodaliteiten creëren geen kennelijk onevenwicht tussen de rechten en plichten van de partijen ten nadele van de consument.
- ⇒ Deze vereiste impliceert dat een emittent alle redelijke maatregelen moet treffen en alle redelijke inspanningen moet leveren (inspanningsverbintenis; het duurder worden of “commercieel onredelijk” zijn van de verderzetting van het product zijn niet aanvaardbaar als reden voor een meer ingrijpende wijziging of voor een wijziging die nadeliger is voor de consument) om het product onder gelijkaardige omstandigheden voor te zetten zodat de kenmerken van het product, die in beginsel weliswaar wezenlijk zijn voor de consument, slechts worden gewijzigd op een niet-wezenlijke manier die er toe strekt om de economie van het contract zoals initieel overeengekomen te herstellen.

Indien er bijvoorbeeld niet langer informatie over de waarde van (een component van) de onderliggende waarde van een gestructureerd product wordt bekendgemaakt zodat de emittent niet langer in staat is de waarde van de gestructureerde note te berekenen, een emittent van een aandeel uit de onderliggende index failliet werd verklaard of het beleggingsbeleid van een onderliggend fonds werd gewijzigd, kan de emittent de initiële (component van de) onderliggende waarde vervangen



door een zo gelijkaardig mogelijke (component van de) onderliggende waarde.

- ⇒ Deze vereiste impliceert ook dat de FSMA meent dat wanneer de emittent zich het recht voorbehoudt om, wanneer een bepaalde gebeurtenis zich voordoet, een gestructureerde note met kapitaalbescherming zo te wijzigen dat aan de belegger op vervaldag de som van de waarde van de spaarcomponent en het in het contract besloten derivaat op het ogenblik van de beslissing tot eenzijdige wijziging, verhoogd met een interest (de zgn. “monetisatie; zie hierna) wordt betaald, deze clausule **niet** aanvaardbaar is omdat ze wezenlijke kenmerken van het product wijzigt op een ingrijpende manier. De belegger verliest immers het potentieel op een meerwaarde gebaseerd op de verdere evolutie van de onderliggende waarde (wat een van de wezenlijke kenmerken is van het product: zie hoger onder punt e).

Niettemin acht de FSMA onder bepaalde voorwaarden een beding van “monetisatie” toch aanvaardbaar (zie hierna bij vroegtijdige beëindiging onder littera i), onderdeel (iii)).

- (iv) Er mogen aan de consument geen kosten (zoals de afwikkelingskosten) worden aangerekend voor de wijziging van de overeenkomst.

### **De eenzijdige vervroegde beëindiging van beleggingsinstrumenten van bepaalde duur (artikel VI.83, 10° WER)**

- i. Wanneer de contractuele documentatie de emittent het recht verleent tot **eenzijdige vervroegde beëindiging** van de overeenkomst **buiten het geval van overmacht**, moet aan de belegger een recht op schadeloosstelling worden toegekend dat strekt tot volledige **schadeloosstelling** (zowel geleden verlies als gederfde winst, zonder dat evenwel vereist is dat deze schadeloosstelling een “bestrafing” vormt voor de emittent).

De FSMA is van oordeel dat een dergelijke eenzijdige vervroegde beëindiging met toekenning van een recht op schadeloosstelling, buiten de gevallen van overmacht, **slechts mogelijk is wanneer voldaan is aan een aantal voorwaarden**.

Deze voorwaarden zijn gebaseerd op de noodzaak om ervoor te zorgen dat een beding toelaatbaar is in het licht van zowel de zwarte lijst (en inzonderheid artikel VI.83, 10° WER) als de algemene norm. **De cumulatieve voorwaarden zijn** de volgende:

- (i) De emittent heeft dit recht enkel bij een gebeurtenis die op betekenisvolle wijze de economie van het contract zoals initieel overeengekomen tussen partijen wijzigt en die niet toerekenbaar is aan de emittent.

- ⇒ De FSMA is van oordeel dat problemen met de voortzetting van het onderliggende ten gevolge van het faillissement van de emittent van (één of meerdere componenten van) het onderliggende, dan wel het onwettelijk zijn/worden (zoals de zgn. voorvallen van “illegality”, “change in law”, “nationalisation” of “regulatory action”) of het niet langer beschikbaar stellen van de nodige informatie (zoals de zgn. voorvallen van “reporting disruption”) of de wijziging van het beleggingsbeleid (zoals de zgn. voorvallen van “strategy breach” of “fund modification”) van (één of meerdere componenten van) het onderliggende, die de voortzetting van het beleggingsinstrument evenwel niet definitief onmogelijk maken, aan deze voorwaarde beantwoorden.
  - ⇒ De FSMA meent dat veranderingen in externe omstandigheden, zoals een wijziging in het belastingregime (de zgn. “tax event”), of voorvallen die het beleggingsinstrument niet langer geschikt maken voor de initiële bestemming waarover duidelijk werd gecommuniceerd en waaraan een vergoeding beantwoordt voor de consument (zoals de zgn. “capital disqualification event” of “loss absorption disqualification event”), aan deze voorwaarde beantwoorden.
  - ⇒ De FSMA is van oordeel dat voorvallen die inherent zijn aan de activiteit van de emittent die bestaat in de productontwikkeling, niet beantwoorden aan deze voorwaarde (zoals de zgn. voorvallen van “increased cost of hedging”, “hedging disruption”, ...). Een beding dat de emittent het recht verleent om in zulke gevallen het product vroegtijdig terug te betalen, creëert een kennelijk onevenwicht tussen de rechten en plichten van de partijen ten nadele van de consument en is dan ook verboden door (minstens) de algemene norm (artikel 1.8.22° WER jo. artikel VI.82 WER).
  - ⇒ De FSMA is van oordeel dat situaties die de emittent het recht verlenen om naar eigen goeddunken het product te beëindigen, zoals de zgn. “clean-up” en de zgn. “stop-loss” clausules, verboden zijn, omdat zij een kennelijk onevenwicht creëren tussen de rechten en verplichtingen van de partijen ten nadele van de consument.
- (ii) Het beding moet op duidelijke en begrijpelijke manier zijn opgesteld.
- (iii) De uitvoeringsmodaliteiten creëren geen kennelijk onevenwicht tussen de rechten en plichten van de partijen ten nadele van de consument.
- ⇒ De FSMA meent dat wanneer aan de belegger in een gestructureerde note met (gehele of gedeeltelijke) kapitaalbescherming, op het ogenblik van de beslissing tot vervroegde terugbetaling (de zgn. “activerende gebeurtenis”), het hoogste bedrag wordt terugbetaald van (i) de marktwaarde van het product (i.e. de som van de marktwaarde van de spaar- en de derivatencomponent) en (ii) de nominale waarde van het

kapitaalbeschermd bedrag (de zgn. “Best-of” formule), kan worden geacht dat er sprake is van een schadeloosstelling en bovendien geen kennelijk onevenwicht wordt gecreëerd ten nadele van de consument.

⇒ De FSMA meent dat wanneer aan de belegger in een gestructureerde note met (gehele of gedeeltelijke) kapitaalbescherming, op het ogenblik van de activerende gebeurtenis, de keuze wordt geboden tussen

- enerzijds, de betaling op vervaldag van tenminste het bedrag bekomen a.d.h.v. de hieronder vermelde formule (de zgn. “monetisatie”), die m.n. een terugbetaling van tenminste het kapitaalbeschermd bedrag op vervaldag impliceert:

$$(S + D) * (1+r)^n$$

waarbij,

S = de marktwaarde van de spaarcomponent op de dag van de activerende gebeurtenis,

D = de marktwaarde van de derivatencomponent op de dag van de activerende gebeurtenis,

waarbij rekening wordt gehouden met de verschuldigde maar niet-uitbetaalde interest,

r = de jaarlijkse interestvoet die de entiteit waarop de consument het voornaamste (meer dan 50 %) kredietrisico loopt (al naargelang het geval de emittent, de garant of enige andere bij de constructie betrokken partij) op de dag van de activerende gebeurtenis biedt op een schuldinstrument met een zelfde looptijd als de resterende looptijd van het beëindigde gestructureerde product (de zgn. “funding rate”, die ook overeenstemt met de actualisatievoet die wordt gebruikt bij het bepalen van S), vanaf die dag tot op de vervaldag,

n = de resterende looptijd uitgedrukt in jaren.

en

- anderzijds, de vervroegde terugbetaling van de marktwaarde van het product (i.e. de som van de marktwaarde van de spaar- en de derivatencomponent) op dat ogenblik,

de clausule rechtmatig is in het licht van zowel artikel VI.83, 10° WER (omdat de consument bij vervroegde terugbetaling een schadeloosstelling krijgt, weliswaar zonder “bestrafing” van de emittent) als artikel VI.83, 4° WER (omdat de wijziging die de monetisatie impliceert niet eenzijdig door

de emittent wordt opgelegd maar voor de belegger een keuze vormt) en bovendien, omwille van het geboden alternatief, geen kennelijk onevenwicht creëert ten nadele van de consument.

- ⇒ Bij gestructureerde notes zonder kapitaalbescherming, meent de FSMA dat bij de vervroegde terugbetaling tegen de marktwaarde van het product (i.e. de marktwaarde van de derivatencomponent) de uitvoeringsmodaliteiten geen afbreuk doen aan het contractueel evenwicht ten nadele van de consument.
  - ⇒ De FSMA meent dat wanneer aan de belegger in een niet-gestructureerd schuldinstrument dat op vervalddag recht geeft op de betaling van een nominale waarde (de zgn. “senior debt”, “plain vanilla bond”, ...), op het ogenblik van de beslissing tot vervroegde terugbetaling, het hoogste bedrag wordt terugbetaald van (i) de marktwaarde van het product en (ii) de nominale waarde van het schuldinstrument (de zgn. “Best-of” formule), kan worden geacht dat er sprake is van een schadeloosstelling van de consument, zonder bestraffing van de emittent, en er bovendien geen kennelijk onevenwicht wordt gecreëerd ten nadele van de consument.
- (iv) Er mogen aan de consument geen kosten (zoals afwikkelingskosten) worden aangerekend voor de vroegtijdige beëindiging van de overeenkomst.
- (v) De belegger krijgt op het ogenblik van de vervroegde beëindiging een pro rata terugbetaling van de aan de emittent betaalde kosten (zoals de structureringskosten) in de volgende verhouding:

$$\frac{\text{Initieel voorziene totale looptijd} - \text{reeds verstreken looptijd op het moment van de vervroegde terugbetaling}}{\text{Initieel voorziene totale looptijd}}$$

**Bedingen die voorzien in de mogelijkheid tot substitutie van de emittent (artikel VI.83, 31° WER)**

- j. In een aantal gevallen wordt voorzien in de mogelijkheid voor een emittent om een andere partij in zijn plaats te stellen. Op grond van artikel VI.83, 31° WER is het beding dat voorziet in de mogelijkheid van overdracht van de overeenkomst, wanneer hierdoor de garanties voor de consument zonder diens instemming geringer kunnen worden, evenwel verboden. Bovendien moet rekening worden gehouden met de algemene norm.

De mogelijkheid van substitutie van de emittent kan als aanvaardbaar worden beschouwd op voorwaarde dat:

- (a) deze substitutie gebeurt naar aanleiding van een uitzonderlijke gebeurtenis die op betekenisvolle wijze de situatie van de emittent ten opzichte van het moment van de contractsluiting wijzigt en die op duidelijke en begrijpelijke manier wordt beschreven in de contractuele documentatie; en
- (b) de garanties voor de consument zonder diens instemming niet geringer worden.

Aan *voorwaarde (a)* is niet voldaan indien de emittent naar eigen goeddunken, zonder dat uitzonderlijke omstandigheden dit rechtvaardigen, een andere emittent in de plaats kan stellen. Zulke ongelimiteerde mogelijkheid voor de emittent om zich te onttrekken aan de eigen verplichtingen, zelfs indien hij een andere schuldenaar in de plaats stelt, creëert immers een kennelijk onevenwicht tussen de rechten en plichten van de partijen ten nadele van de consument en is dan ook verboden door (minstens) de algemene norm (artikel I.8.22° WER jo. artikel VI.82 WER).

Aan *voorwaarde (a)* kan daarentegen wel voldaan zijn indien de emittent zich dit recht voorbehoudt in gevallen van een juridische herstructurering (zoals de ontbinding en vereffening, de fusie, ...) waarvan (onder meer) de emittent het voorwerp uitmaakt.

Substitutie n.a.v. andere gebeurtenissen dan deze beschreven onder *voorwaarde (a)*, is slechts mogelijk wanneer de emittent blijft voortbestaan en op onherroepelijke en onvoorwaardelijke wijze de nakoming van de betalingsverplichtingen van de in de plaats gestelde emittent garandeert.

Aan *voorwaarde (b)* is bijvoorbeeld voldaan wanneer het beding voorziet dat de in de plaats gestelde emittent deel zal uitmaken van dezelfde groep van vennootschappen en minimaal eenzelfde lange termijn rating moet hebben als deze van de emittent op het ogenblik van de overdracht, en verder voorziet in bijkomende garanties voor de consument, zoals tenminste:

- de voorwaarde dat er geen betalingsachterstand is of dat er geen aanwijzingen zijn van een nakende betalingsachterstand of van (terug)betalingsproblemen m.b.t. de hoofdsom en de intresten;
- de verbintenis van de in de plaats gestelde emittent om de beleggers te vrijwaren tegen de voor hen nadelige financiële gevolgen van het verschillende belasting- en reglementair regime waaraan de in de plaats gestelde emittent (eventueel) is onderworpen en de kosten verbonden aan de indeplaatsstelling niet door te rekenen aan de beleggers;
- de voorwaarde dat de eventueel verleende garantie voor de nakoming van de betalingsverplichtingen van de emittent ten aanzien van de beleggers ook zal gelden ten aanzien van de betalingsverplichtingen van de in de plaats gestelde emittent ten aanzien van deze beleggers.

### **Vervroegd terugbetaalbare schuldinstrumenten – “callables” en “autocallables”**

- k. De gevallen van vervroegde eenzijdige terugbetaling (“callable” en “autocallable”) kunnen worden beschouwd als het eigenlijke voorwerp van het contract (het zgn. “kernbeding”) op voorwaarde dat het product als dusdanig in de markt wordt geplaatst, dit productkenmerk op duidelijke en begrijpelijke wijze wordt geformuleerd en hieraan een vergoeding beantwoordt in hoofde van de belegger<sup>3</sup>. Dit productkenmerk moet ook duidelijk blijken uit de informatie die wordt opgenomen in de “reclame en andere documenten en berichten” die wordt gebruikt bij de commercialisering van dit product.

\* \* \*

Bijlage: [FSMA 2017 04-01 / Overzicht voorwaarden aanvaardbaarheid bepaalde clausules](#)

---

<sup>3</sup> Zie jaarverslag FSMA 2014, p. 138-139.