

# Analyse



Un produit financier structuré peut-il être socialement responsable ?

Réseau

Financité

Ensemble, changeons la finance



FÉDÉRATION  
WALLONIE-BRUXELLES

*Demandez autour de vous une définition de ce qu'est un produit financier structuré et vous recevrez toutes sortes de réponses. Demandez à un banquier cette même définition et vous y trouverez souvent le terme « complexe ». Cette analyse vise à expliquer ce que recouvre ce vocable et pose la question de la responsabilité sociétale de ce type de produit.*

**En quelques mots :**

- Un produit financier structuré est un instrument financier qui combine différentes techniques financières.
- Peu transparents et complexes, certains produits financiers structurés se proclament cependant socialement responsables.
- Le marché belge de l'investissement socialement responsable compte plusieurs produits financiers structurés : décryptage.

**Mots clés liés à cette analyse :** produit financier structuré, ISR.

## 1 Que recouvre la notion de produit financier structuré ?

Un produit financier structuré est un instrument financier qui comprend en général deux éléments :

1. un élément qui permet la protection du capital (souvent un produit obligataire<sup>1</sup>) ;
2. un élément plus risqué, qui vise à optimiser le rendement du produit (ce peut être toute sorte d'instruments financiers, comme un indice, une action, des devises ou des matières premières).<sup>2</sup>

Les produits structurés sont des produits complexes qui proviennent de diverses opérations de titrisation<sup>3</sup>. Ils utilisent des techniques de différents produits financiers et, en conséquence, présentent diverses caractéristiques de risque et de rentabilité. Ce mélange des genres rend ces produits particulièrement opaques et difficiles à

---

1 Titre de créance représentant un emprunt. Basé sur la définition de Wikipedia [en ligne]. Disponible sur : [http://fr.wikipedia.org/wiki/Obligation\\_%28finance%29](http://fr.wikipedia.org/wiki/Obligation_%28finance%29) (consultée le 10/12/2014).

2 Novethic, Lexique [en ligne]. Disponible sur <http://www.novethic.fr/lexique/P.html> (consulté le 07/11/2014).

3 Technique financière qui consiste à transférer à des investisseurs des actifs financiers tels que des créances en les transformant, par le passage à travers une société *ad hoc*, en titres financiers émis sur le marché des capitaux. Basé sur la définition de Wikipedia [en ligne]. Disponible sur : <http://fr.wikipedia.org/wiki/Titrisation> (consultée le 10/12/2014).

comprendre. Preuve en est le moratoire instauré, en août 2011, par la FSMA (Financial Services Market Authority), sur les produits structurés « jugés particulièrement complexes ».

Par exemple, les fameux CDO (*collateralized debt obligations*) font partie de ces produits structurés. Les CDO sont des produits structurés qui rassemblent des crédits hypothécaires, pour être ensuite échangés plus facilement. Initialement, ces produits étaient vus comme une innovation financière très rentable pour les banques, mais ils sont devenus un lourd fardeau à porter lors de la crise financière de 2008, quand les crédits sous-jacents à ces produits se sont gravement détériorés.

## 2 Risques d'incompatibilité avec la dimension socialement responsable

Pour rappel, un produit financier socialement responsable prend en compte des considérations extrafinancières telles que les critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance (dits « critères ESG »), en plus des critères purement financiers. A priori, rien n'empêcherait donc que des produits financiers structurés soient socialement responsables. Toutefois, certaines caractéristiques de ces produits incitent à remettre en cause leur dimension socialement responsable.

Comme dirait Fairfin<sup>4</sup>, « la grande leçon de la crise financière est tout simplement de ne pas investir dans des produits qu'on ne comprend pas »<sup>5</sup>. La **transparence et la facilité de compréhension** d'un produit financier sont, de manière générale, des conditions importantes pour le consommateur. Pour les produits se réclamant socialement responsables, ces qualités sont essentielles. Or, la construction même des produits structurés rend complexe la compréhension de la destination de l'argent récolté.

De plus, nombre de ces produits structurés sont conçus sur un **panier d'actions fixe** tout au long de leur durée de vie. Cette manière de faire les choses pose la question du « socialement responsable » dans le temps. En effet, le panier d'actions initial du produit structuré peut correspondre à des États et des entreprises bien notés sur les plans environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance à un moment donné. Cependant, le panier étant fixe, il peut arriver qu'au cours de leur évolution, les entreprises ou les États contenus dans ces produits structurés manquent à leurs

---

4 ASBL néerlandophone qui fait la promotion d'une approche de l'argent favorable à l'homme et à l'environnement et vise à une société juste.

5 « Versions durables des obligations et des fonds à capital protégé », traduction libre, FairFin [en ligne]. Disponible sur : <http://www.fairfin.be/duurzame-varianten-van-notes-en-fondsen-met-kapitaalbescherming> (consulté le 25/11/2014).

promesses. Et ce, sans que le gestionnaire du produit structuré ne puisse plus modifier son panier d'actions, si bien que la qualité extrafinancière n'est pas garantie dans le temps.

Un autre grand problème de ces produits structurés est le **risque financier** qui est très laborieux à mesurer. L'utilisation d'une combinaison de plusieurs mécanismes financiers, tels que les SWAP<sup>6</sup> ou les options<sup>7</sup>, pour ne citer que les plus connus, interpelle, car il est difficile pour l'investisseur d'évaluer les risques réellement encourus.

De fait, plusieurs de ces produits structurés offrent une forme de protection du capital, ce qui réduit les risques financiers par rapport à un fonds de placement. Cette protection n'est toutefois applicable qu'à la date d'échéance du produit structuré. De plus, elle n'offre pas de garantie juridique qu'il sera possible de récupérer, dans tous les cas, tout l'argent investi<sup>8</sup>.

### 3 Produits financiers structurés déclarés socialement responsables en Belgique

Sur les 303 compartiments dits « socialement responsables » recensés sur le marché belge au 31/12/2013<sup>9</sup>, on dénombrait 180 produits financiers structurés. Examinons de plus près deux de ces produits structurés : ceux des banques KBC et BNP Paribas.

Il est étonnant de constater que KBC, malgré sa position de leader du marché des fonds structurés, propose une définition assez floue de ce type de produit : « Il s'agit de produits de placement auxquels KBC Asset Management (en sa qualité de gestionnaire) a ajouté une caractéristique supplémentaire »<sup>10</sup>. Une brochure de 48 pages, incluant des questions fréquemment posées, est toutefois consultable pour le candidat investisseur afin d'expliquer « ces formules aux nombreuses facettes ».

---

6 Produit dérivé financier qui est un contrat d'échange de flux financiers entre deux parties, qui sont généralement des institutions financières. Basé sur la définition de Wikipedia [en ligne]. Disponible sur : [http://fr.wikipedia.org/wiki/Swap\\_%28finance%29](http://fr.wikipedia.org/wiki/Swap_%28finance%29) (consultée le 10/12/2014).

7 Produit dérivé qui établit un contrat entre un acheteur et un vendeur. L'acheteur de l'option obtient le droit, et non pas l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif sous-jacent à un prix fixé à l'avance, pendant un temps donné ou à une date fixée. Basé sur la définition de Wikipedia [en ligne]. Disponible sur : <http://fr.wikipedia.org/wiki/Option> (consultée le 10/12/2014).

8 Conseils Wikifin, [en ligne]. Disponible sur <http://www.wikifin.be/fr/thematiques/epargner-et-investir/fonds-de-placement/cest-quoi> (consulté le 07/11/2014).

9 Bayot B., Cayrol A. et Marchand A., « L'investissement socialement responsable en Belgique – Rapport 2014 », Réseau Financité, juin 2014. Disponible sur : <http://www.financite.be/fr/reference/linvestissement-socialement-responsable-2014-rapport-complet>.

10 KBC asset management, [en ligne]. Disponible sur <https://kbcam.kbc.be/fr/la-d%C3%A9couverte-de-notre-offre> (consulté le 07/11/2014).

Prenons l'exemple de KBC Equiplus Head Start Sustainable. Selon la politique de placement détaillée dans le prospectus, un panier de « 30 actions d'entreprises avec un caractère durable et socialement responsable » est constitué. En théorie, KBC peut (mais ne s'engage pas à la faire systématiquement) changer une action dans son panier fixe : « Si, pendant la durée du compartiment, une action du panier devait ne plus répondre aux exigences en matière de responsabilité sociale, le gestionnaire peut, en concertation avec la contrepartie du swap, remplacer cette action par une autre qui répond aux conditions. ». En interrogeant KBC sur la question, nous apprenons que cela n'a pas été le cas pour les swaps dans les dernières années. En revanche, concernant les SPV<sup>11</sup>, deux d'entre eux auraient perdu leur statut durable (Toyota et Siemens)<sup>12</sup>. La démarche aurait été, dans un premier temps, de ne plus acheter ces titres et, dans un second temps, de les vendre activement. Les risques financiers sont décrits en détail dans la brochure et consistent essentiellement en un risque sur KBC Banque.

BNP Paribas, elle, définit les produits structurés comme « des instruments hybrides généralement émis par des institutions financières et recourant à une combinaison de techniques financières complexes pour, par exemple, offrir un rendement associé à un indice d'actions ou à un taux d'intérêt et, dans certains cas, protéger le capital investi. Ces produits ont toujours une échéance prédéterminée. »<sup>13</sup>. En 2013, la banque a mis sur le marché le produit structuré BNP Paribas Fortis Funding SRI Note 2020 (BP2FSN 2020) qui est une obligation structurée émise et garantie par différentes filiales<sup>14</sup> du même groupe.

Le premier examen du prospectus de 291 pages montre que le produit en question n'est pas simple d'approche. Toutefois, le Forum Ethibel, qui procède à une certification du produit, simplifie la construction du produit en deux composantes : d'une part, la composante épargne, soit du capital investi dans une obligation zéro-coupon, et, d'autre part, la valeur sous-jacente, qui suit un indice boursier composé de 30 actions, sélectionnées sur la base de critères ESG.

---

11 Société créée dans un but bien précis et qui n'existe que tant que ce but doit être réalisé. Par exemple, dans le cas d'une titrisation, une société qui achète des créances à une entreprise, permettant à cette entreprise de trouver ainsi un financement, l'entité *ad hoc* se refinançant en émettant à son tour des titres de dettes et de capital auprès d'investisseurs. En savoir plus sur [http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition\\_entite-ad-hoc.html?U6Zm7AVSVuUuipFp.99#xtor=SEC-3168](http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_entite-ad-hoc.html?U6Zm7AVSVuUuipFp.99#xtor=SEC-3168)

12 KBC SRI Department, 10 novembre 2014.

13 Informations & Services, Lexique, Produits structurés [en ligne]. Disponible sur : <https://www.bnpparibasfortis.be/portal/start.asp> (consulté le 25/11/2014).

14 Obligation structurée émise par BNP Paribas Fortis Funding et garantie par BNP Paribas Fortis SA.

Cet indice, nommé Ethical Europe Equity, est développé par Solactive AG, à la demande de BNP Paribas, en collaboration avec VIGEO et le Forum Ethibel. Ainsi, le rôle de l'organisme indépendant Forum Ethibel est d'assurer l'aspect socialement responsable de l'indice dans le temps grâce à une vérification trimestrielle.

L'argent récolté auprès des investisseurs par le produit BP2FSN 2020 n'est pas directement investi dans les 30 actions de l'indice (qui contient des actions d'entreprises choisies pour leurs critères extrafinanciers). C'est BNP Paribas qui investit une partie de ses fonds propres dans les 30 actions de l'indice et se couvre contre ces risques en achetant (à montant égal) des options et des *futures*<sup>15</sup> sur ces mêmes actions. Le rôle de l'indice est donc indirect : si son évolution est positive, il donne un rendement financier à l'investisseur du produit BP2FSN 2020 ; si son évolution est négative, il n'aura pas d'impact sur l'investisseur.

Pour la partie « obligations », le Forum Ethibel vérifie que BNP Paribas octroie des crédits ou prend des participations dans des entreprises qui respectent certains critères ESG pour un montant égal au montant de l'argent investi dans ce produit. En revanche, comme l'argent est fongible, aucun vase clos ne garantit que l'argent placé dans ce produit aille réellement vers des projets à valeur ajoutée ESG. L'investisseur qui achète le produit BP2FSN 2020 investit effectivement dans toute l'activité de BNP Paribas, qui, elle, n'est pas soumise au respect de la série de critères ESG promus par l'information accompagnant le produit en question. Pour qu'un produit obligataire soit qualifié d'ISR, ne faudrait-il dès lors pas exiger que la banque respecte les critères ESG proposés pour l'entièreté de ses activités ?

Concernant les risques financiers, BNP Paribas indique bien à l'investisseur que « en cas de faillite ou de défaut de paiement de l'émetteur et du garant, [il] risque donc de ne pas récupérer les sommes auxquelles [il a] droit et de ne pas retrouver le montant investi, à l'échéance. »

## 4 Conclusion

Si l'association entre produits structurés et ISR existe bel et bien sur le marché, il n'en reste pas moins que d'importantes questions se posent quant au bien-fondé d'une telle combinaison.

---

15 Un « future » (ou contrat à terme) est un contrat standardisé négocié sur un marché organisé permettant de s'assurer ou de s'engager sur un prix pour une quantité déterminée d'un produit donné (le sous-jacent) à une date future. Définition disponible sur : [http://www.fimarkets.com/pages/future\\_contrat\\_a\\_terme.php](http://www.fimarkets.com/pages/future_contrat_a_terme.php) (consulté le 19/12/2014).

L'étude de deux produits structurés déclarés socialement responsables soulève des questions quant au respect des critères ESG, notamment en ce qui concerne leur durabilité. Dans le cas de l'un des deux produits examinés par nos soins, au vu de la qualité fongible de l'argent placé dans le produit, la partie obligataire porte forcément sur l'activité entière de la banque et ne permet donc pas vraiment un respect de critères ESG promus par le produit. La partie liée à l'indice est aussi délicate : pourquoi faire la promotion d'un indice socialement responsable si l'argent récolté par le produit n'est pas investi dans celui-ci ? Par ailleurs, les opérations complexes utilisées par ces produits rendent difficilement intelligible la réelle destination de l'argent placé.

En revanche, la protection du capital implique que le risque financier finit essentiellement par être concentré sur l'entité bancaire proposant le produit, ce qui peut apporter une certaine stabilité à celui-ci. Les risques sont moindres que pour un fonds de placement.

Alors, des produits structurés socialement responsables ? Pas tout à fait...

*Annika Cayrol*  
*Décembre 2014*

*Si vous le souhaitez, vous pouvez nous contacter pour organiser avec votre groupe ou organisation une animation autour d'une ou plusieurs de ces analyses.*

*Cette analyse s'intègre dans une des 3 thématiques traitées par le Réseau Financité, à savoir :*

***Finance et société :***

*Cette thématique s'intéresse à la finance comme moyen pour atteindre des objectifs d'intérêt général plutôt que la satisfaction d'intérêts particuliers et notamment rencontrer ainsi les défis sociaux et environnementaux de l'heure.*

***Finance et individu :***

*Cette thématique analyse la manière dont la finance peut atteindre l'objectif d'assurer à chacun, par l'intermédiaire de prestataires*

*« classiques », l'accès et l'utilisation de services et produits financiers adaptés à ses besoins pour mener une vie sociale normale dans la société à laquelle il appartient.*

***Finance et proximité :***

*Cette thématique se penche sur la finance comme moyen de favoriser la création de réseaux d'échanges locaux, de resserrer les liens entre producteurs et consommateurs et de soutenir financièrement les initiatives au niveau local.*

Depuis 1987, des associations, des citoyens et des acteurs sociaux se rassemblent au sein du Réseau Financité pour développer et promouvoir la finance responsable et solidaire.

Le Réseau Financité est reconnu par la Communauté française pour son travail d'éducation permanente.