

INTÉGRATION DES PRODUITS STRUCTURÉS DANS SFDR

Proposition de l'AMAFI

La Commission européenne a publié en novembre dernier une proposition de révision de SFDR ([Règlement \(UE\) 2019/2088](#)). Celle-ci vise notamment à clarifier le cadre de classification, dénomination et transparence applicable à l'ensemble des produits financiers qui peuvent se présenter comme comportant une dimension durable.

Dans ce contexte, les produits structurés pouvant également revendiquer une telle dimension, il apparaît nécessaire de les inclure dans le champ d'application du règlement. À ce jour exclus de SFDR, leur intégration répondrait en effet à un objectif de cohérence en matière d'information des investisseurs, ainsi qu'à la nécessité d'assurer la bonne application des règles de distribution propres aux instruments financiers durables, lesquelles sont amenées à s'articuler autour de ce règlement (pour plus de détail sur ces enjeux, [v. AMAFI / 26-08](#)).

La présente note examine ainsi comment intégrer les produits structurés à SFDR, en formulant des propositions pour les définir ([I.](#)), déterminer les modalités de transparence qui leur seraient applicables ([II.](#)) et leur appliquer les nouvelles catégories de produits durables prévues par le Règlement ([III.](#)), compte tenu de leurs caractéristiques juridiques et financières propres. Enfin, des illustrations chiffrées de l'application des catégories de SFDR à différents types de produits structurés sont fournies en annexe.

Synthèse des propositions

- **Définition d'un produit structuré d'investissement**
 - Fonder cette définition sur celle d'un « PRIIP » telle que prévue par le cadre PRIIPs, pour en assurer la robustesse juridique, en excluant les produits non pertinents. À défaut, introduire une définition dédiée visant les caractéristiques des produits à inclure dans le périmètre.
- **Transparence précontractuelle et périodique**
 - Mettre en place un cadre de transparence précontractuelle et périodique aligné sur le régime Prospectus et adapté aux spécificités des produits structurés, notamment des caractéristiques ESG définies à l'émission, l'absence de gestion en cours de vie et la double composante du produit (financement et exposition).
- **Application des critères de contribution et d'exclusion des catégories SFDR**
 - Apprécier les critères au niveau des deux composantes : financement et exposition au sous-jacent (indices, paniers de titres, actions ou obligations).
 - Apprécier le seuil de 70 % au niveau du produit dans son ensemble.

I. DÉFINITION DES PRODUITS STRUCTURÉS AUX FINS DE SFDR

Il n'existe à ce jour pas de définition juridique des produits structurés dans la réglementation européenne des services financiers. Ils sont ainsi appréhendés différemment selon les cadres réglementaires applicables, comme, par exemple, des titres de créance complexes pour la commercialisation auprès de clients non professionnels ([Position AMF n° 2010-05](#)), ou des PRIIP au sens du règlement PRIIPs ([Règlement délégué \(UE\) 2017/653](#)) pour la transparence due à ces mêmes clients.

En amont de la proposition de révision de SFDR, l'AMAFI, aux côtés de l'AFPDB et de la FBF, en a ainsi proposé ([AMAFI / 26-08](#)) une définition fondée sur PRIIPs, dans un souci de cohérence et de sécurité juridique :

“packaged investment product” means: (a) a PRIIP as defined in point (1) of Article 4 of Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council, other than a UCIT, an AIF, or a derivative as defined by article 2(1) (29) of Regulation 600/2014”

Celle-ci ne semblant pas faire consensus, la présente section examine comment sont actuellement désignés les produits structurés dans le droit « mou » et propose, aux fins de SFDR, une définition juridique alternative prenant en compte les caractéristiques de ces produits.

A. ÉTAT DES LIEUX DES DÉSIGNATIONS EXISTANTES

Dans un rapport final de l'OICV de 2013 concernant la réglementation des produits structurés de détail¹, ceux-ci sont définis comme² :

“compound financial instruments that have the characteristic of combining a base instrument (such as a note, fund or deposit) with an embedded derivative that provides economic exposure to reference assets, indices or portfolios. In this form, they provide investors, at predetermined times, with payoffs that are linked to the performance of reference assets, indices or other economic values”.

Cette définition exclut explicitement les instruments dérivés purs, ainsi que les ABS/les CDO, les titres titrisés et les ETF³.

L'OICV cite comme exemples de produits structurés de détail des instruments de nature juridique différente qui ont en commun d'offrir un rendement lié à l'évolution d'un ou plusieurs sous-jacents, selon des modalités propres à chaque type de produit. Ils incluent notamment : les titres de créance, les fonds structurés et les dépôts bancaires structurés.

¹ OICV, [Final Report on the Regulation of Retail Structured Products](#), décembre 2013.

² Cette définition est réutilisée par l'ESMA dans son [Opinion](#) du 27 mars 2014 relative aux bonnes pratiques en matière de gouvernance des produits structurés de détail.

³ *“This definition excludes instruments such as stand-alone options, contracts for difference or futures because in those cases the derivative is not embedded in another financial instrument. The definition also does not capture asset-backed securities, including collateralized debt obligations or securitisation products, nor exchange-traded funds.”* IOSCO, Ibid. page 7.

Aux fins de SFDR, il ne s'agit toutefois que de viser les titres de créance structurés, les fonds structurés étant déjà, par leur nature juridique, inclus dans le champ du règlement⁴ et les dépôts structurés étant des produits bancaires et ne constituant pas des instruments financiers.

La Commission européenne, dans ses travaux de 2009⁵ relatifs aux produits d'investissement de détail, ne définit pas les valeurs mobilières structurées, mais les décrit de manière similaire à l'OICV :

« Valeurs mobilières structurées : les valeurs mobilières structurées sont basées sur ou sont dérivées d'une valeur mobilière particulière, d'un panier de valeurs, d'un indice, d'une matière première, d'une obligation ou d'une devise. En général, une valeur mobilière structurée donne lieu, à échéance, au paiement par la banque d'un montant déterminé par une formule prédéfinie. La plupart des valeurs mobilières structurées offrent une protection complète, à terme, du principal investi, certains proposant toutefois des rendements plus élevés en contrepartie d'une protection du principal limitée ou nulle. Elles peuvent notamment être proposées aux investisseurs sous la forme de certificats, d'obligations structurées ou de warrants. »

L'ESMA dans son rapport annuel sur les coûts et performances des produits d'investissement de détail, décrit les produits structurés comme des *« investments for which the return is linked to the performance of one or more reference indices, prices or rates (reference values) »*⁶.

En France, l'AMF, dans sa doctrine consacrée à la commercialisation des produits structurés⁷, les désigne comme des *« titres de créance complexes »* (en précisant que le terme « complexe » n'est pas à entendre au sens de MiFID II) et des *« titres financiers équivalents émis sur le fondement de droits étrangers, à l'exclusion des warrants simples »*. Cette doctrine est par ailleurs applicable aux seuls clients non-professionnels.

Au Royaume-Uni, la FCA définit les produits structurés, en considérant leur degré de capital à risque, distinguant ceux offrant une protection de 100 % du capital (hors risque de solvabilité de l'émetteur)

⁴ Il est à noter qu'une définition des OPCVM structurés est donnée pour les besoins du document d'information clé (DIC) exigé dans le cadre de la Directive OPCVM. Elle reprend les notions de rémunérations à des dates prédéterminées et de performance assise sur un sous-jacent de la définition donnée par l'OICV, sans mentionner l'usage de dérivés : *« Aux fins de la présente section, on entend par « OPCVM structurés » les OPCVM qui fournissent aux investisseurs, à certaines dates prédéterminées, des rémunérations dont le calcul est fondé sur un algorithme et qui sont liées à la performance ou à l'évolution du prix d'actifs financiers, d'indices ou de portefeuilles de référence ou à la réalisation d'autres conditions concernant ces actifs financiers, indices ou portefeuilles de référence, ou des OPCVM ayant des caractéristiques similaires »* ([Règlement \(UE\) n°583/2010, art. 36.1](#)). Les lignes directrices du CESR relatives au DIC précisent en outre que les OPCVM structurés incluent les OPCVM assortis d'une protection ou d'une garantie du capital ([Guidelines, Selection and presentation of performance scenarios in the Key Investor Information document \(KII\) for structured UCITS, 20 décembre 2010, p. 5](#)).

⁵ Commission européenne, [Communication de la Commission au Parlement Européen et au Conseil](#), Produits d'investissement de détail, 30 avril 2009.

⁶ ESMA, [Market Report on Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2025](#), 3 mars 2026, p. 32.

⁷ [Position AMF n° 2010-05](#) relative à « La commercialisation des instruments financiers complexes ».

de ceux n'offrant pas une telle garantie⁸. Cette approche n'est cependant pas appropriée pour définir les produits structurés d'investissement proposés à la clientèle de détail en Europe, dans la mesure où elle introduit une distinction binaire entre produits considérés comme sûrs et produits considérés comme risqués. Une telle distinction dans le cadre de SFDR conduirait à assimiler des produits offrant une protection partielle du capital à des produits risqués, même lorsque cette protection est élevée (entre 60 et 90 %). Cette approche serait préjudiciable à la perception des produits structurés.

En outre, cette définition ressemble davantage à une description du produit, que l'on pourrait par exemple trouver dans un document d'information aux clients, plutôt qu'à une désignation juridique concise mais rigoureuse.

B. PROPOSITION DE DÉFINITION AUX FINS DE SFDR

Aux fins de SFDR, l'AMAFI estime que la définition fondée sur PRIIPS qu'elle a proposée (*v. supra I.*) aurait l'avantage de la simplicité et de la cohérence avec le cadre réglementaire actuel. Il ne paraît pas utile de préciser l'ensemble des caractéristiques des produits structurés dans leur définition juridique pour pouvoir, d'une part, les identifier de manière claire et précise et, d'autre part, éviter d'inclure les instruments d'une autre nature que sont notamment les fonds structurés, les dépôts structurés et les dérivés purs.

S'il était jugé qu'une définition moins principielle et plus détaillée était nécessaire, celle-ci devrait alors, sur le fondement des désignations existantes rappelées supra, s'appuyer sur l'économie du produit, notamment relative à l'existence d'une formule liée à la performance d'un ou plusieurs sous-jacents ainsi que sur sa forme juridique de titre de créance.

En tout état de cause, cette définition doit permettre une interprétation homogène et apporter de la sécurité juridique. Elle devrait être strictement circonscrite au cadre du règlement SFDR et ne pas emporter de conséquences au-delà de ce périmètre.

Proposition de définition

Produit structuré d'investissement : titre de créance dont la performance et le remboursement sont déterminés à des dates prédéfinies par une formule liée à la performance d'un ou plusieurs sous-jacents (comme un indice, un panier d'actions, un taux d'intérêt ou de change, une matière première, une obligation). Le produit peut offrir une protection du capital (totale ou partielle) ou pas.

⁸ "Structured capital-at-risk products: product, other than a derivative, which provides an agreed level of income or growth over a specified investment period and displays the following characteristics: (a) the customer is exposed to a range of outcomes in respect of the return of initial capital invested; (b) the return of initial capital invested at the end of the investment period is linked by a pre-set formula to the performance of an index, a combination of indices, a 'basket' of selected stocks (typically from an index or indices), or other factor or combination of factors; and (c) if the performance in (b) is within specified limits, repayment of initial capital invested occurs but if not, the customer could lose some or all of the initial capital invested." [FCA Handbook](#).

II. TRANSPARENCE DES PRODUITS STRUCTURÉS ESG

SFDR impose des obligations de transparence précontractuelle et périodique pour les produits financiers entrant dans son champ d'application⁹. La question se pose de savoir comment ces exigences peuvent être appliquées aux produits structurés, au regard de leurs spécificités.

A. DES TITRES DE CRÉANCE SOUMIS AU RÈGLEMENT PROSPECTUS

Les produits structurés, en tant que titres de créance offerts au public, sont soumis au Règlement Prospectus¹⁰. Le prospectus constitue ainsi le support central d'information juridiquement opposable.

Il est soumis à des exigences spécifiques lorsque le produit présente des caractéristiques ESG¹¹, notamment la description des objectifs, la prise en compte des caractéristiques du sous-jacent (indice ou panier ESG) et l'insertion d'un avertissement lorsque le produit ne constitue pas un investissement direct dans des activités durables ou en transition. Par ailleurs, les textes n'excluent pas qu'un produit structuré puisse revendiquer une qualification ESG au seul motif des caractéristiques de son sous-jacent. L'information ESG est donc déjà prévue de manière structurée au stade précontractuel.

Les dispositions du Règlement Prospectus prévoient également la possibilité d'indiquer si l'émetteur entend fournir une information post-émission et, le cas échéant, d'en préciser le contenu¹².

Dans ce contexte, l'enjeu principal est d'assurer une articulation entre les obligations de transparence du Règlement Prospectus et celles de SFDR.

B. UNE TRANSPARENCE ADAPTÉE À DES PRODUITS DÉFINIS À L'ÉMISSION, SANS GESTION DISCRÉTIONNAIRE ET DONT LE CARACTÈRE DURABLE REPOSE SUR LEURS DEUX COMPOSANTES

Les produits structurés se distinguent par l'absence de gestion discrétionnaire en cours de vie, leur économie étant définie et arrêtée dès l'émission, en ce y compris le ou les sous-jacents auxquels ils sont exposés.

Ils combinent en outre, comme indiqué à la section I., un titre de créance et une exposition à un sous-jacent, chaque composante pouvant contribuer au caractère ESG du produit (*v. infra III.B.*).

Dans ce contexte, les exigences de transparence du règlement SFDR, initialement conçues pour des produits faisant l'objet d'une gestion active et n'ayant pas la même structure, ne sont généralement pas adaptées. Une approche proportionnée apparaît dès lors nécessaire.

⁹ Art. 6, 8, 9, 10, 11 [Règlement \(UE\) 2019/2088](#).

¹⁰ [Règlement \(UE\) 2017/1129](#).

¹¹ Projet du [Règlement délégué \(UE\) 2019/980 révisée](#), Annexe 22a, Section 4, *Structured non-equity securities advertised as having an ESG component or pursuing an ESG objective*.

¹² Projet du [Règlement délégué \(UE\) 2019/980 révisée](#), Section 5, *Additional information*, Item 5.3.

Ainsi, les exigences de transparence, tant précontractuelle que périodique, devraient être appréciées au regard de ces deux composantes, afin de donner à l'investisseur une image complète du caractère durable du produit :

- En matière de transparence précontractuelle, l'information devrait porter sur la méthodologie de construction ou de sélection du sous-jacent, les exclusions appliquées, le cas échéant l'affectation des fonds levés, ainsi que les limites liées à la structure du produit, notamment l'absence de gestion en cours de vie.
- S'agissant de la transparence périodique, dès lors que les caractéristiques du produit ne sont pas modifiables en cours de vie, les informations à fournir pourraient concerner la vérification annuelle du maintien des caractéristiques ESG du sous-jacent et le suivi sur l'utilisation des fonds lorsque ceux-ci sont affectés à des projets spécifiques.

Ces éléments étant déjà, pour l'essentiel, inclus dans le prospectus, la transparence qui sera exigée au titre de SFDR ne devrait pas poser de difficultés, dès lors qu'elle tient compte des spécificités des produits et s'inscrit dans la continuité du régime Prospectus comme l'a suggéré l'ESMA dans sa consultation sur la révision du Règlement Prospectus¹³.

¹³ "The Opinion states similar disclosure should be provided when two types of financial products have similar features. Therefore, ESMA recommends that the Commission consider aligning the requirements for such products under the PR and the SFDR in the future." ([ESMA, Consultation Paper on draft technical advice concerning the Prospectus Regulation and on updating the CDR on metadata, 28 October 2024, Section 5.5 Interaction with SFDR](#)).

III. APPLICATION DES CRITÈRES DES CATÉGORIES SFDR AUX PRODUITS STRUCTURÉS

A. RAPPEL DES CATÉGORIES SFDR ENVISAGÉES

Les produits structurés doivent pouvoir être catégorisés au titre de SFDR, conformément aux conditions posées par la proposition de révision du règlement (articles 7, 8 et 9), et notamment remplir les critères de contribution et appliquer des exclusions.

Critères de contribution

Ceux-ci reposent sur l'atteinte d'un seuil minimal de 70 % d'investissements réalisés globalement par le produit contribuant à l'objectif de la catégorie concernée, soit :

- Pour la catégorie « transition » (Article 7), les investissements doivent poursuivre un objectif de transition clair et mesurable, apprécié au moyen d'indicateurs de durabilité. La contribution doit être substantielle, incluant notamment la réplication d'indices climatiques de l'Union (CTB ou PAB), des investissements alignés sur la Taxonomie, des entreprises disposant de plans de transition crédibles ou d'objectifs fondés sur des données scientifiques, des stratégies d'engagement assorties de jalons, ou encore des objectifs de transition définis au niveau du portefeuille.
- Pour la catégorie ESG « de base » (Article 8), le test de contribution repose sur une logique d'amélioration relative. Il inclut des investissements présentant une notation ESG supérieure à la moyenne, une surperformance sur un indicateur de durabilité, ou la sélection d'entreprises ou d'activités démontrant des pratiques ESG robustes.
- Pour la catégorie « durable » (Article 9), la contribution repose sur la poursuite d'un objectif environnemental ou social clair et mesurable. Les investissements éligibles incluent notamment les portefeuilles répliquant un indice « Accord de Paris » (PAB), les activités alignées sur la Taxonomie, les instruments conformes au standard européen pour les obligations vertes, les investissements bénéficiant de garanties ou de programmes de l'Union à finalité environnementale ou sociale, ainsi que tout autre investissement contribuant de manière démontrable à un objectif de durabilité.

Exclusions

S'agissant des exclusions, elles concernent les investissements réalisés par le produit et elles sont plus ou moins ambitieuses en fonction des catégories. Elles comprennent toutes à minima les exclusions définies pour les indices « Transition climatique » et « Accord de Paris » (Règlement délégué (UE) 2020/1818)¹⁴.

¹⁴ Ce qui couvre notamment les armes controversées, le tabac, la violations UNGC/OCDE, le charbon et lignite (≥1 % CA), le pétrole (≥10 %), le gaz (≥50 %), et la production d'électricité > 100 g CO₂e/kWh (≥50 % CA).

En complément, SFDR prévoit, pour les catégories « durable » et « transition », des exclusions renforcées¹⁵.

Dans une logique de fonds d'investissement, ces exclusions sont conçues pour être appliquées au niveau de l'émetteur de l'instrument financier dans lequel le fonds investit.

Pour les produits structurés, l'application des exclusions ne soulève pas de difficulté (*v. infra III.C.*), **l'enjeu est celui de déterminer comment traduire une structure « titre de créance + exposition » en proportion d'investissements de 70 %.**

B. ÉVALUATION DE LA CONTRIBUTION D'UN PRODUIT STRUCTURÉ

Comme évoqué supra au [II.B.](#), les termes économiques des produits structurés sont fixés à l'émission, sans possibilité de gestion en cours de vie qui pourrait permettre de corriger une trajectoire de durabilité. Le seuil de 70 % doit donc être évalué à l'émission, en considérant les deux composantes du produit, chacune pouvant contribuer à la durabilité :

- D'une part, la composante « financement », inhérente à la nature de titre de créance, car les fonds levés par l'émetteur peuvent être affectés à des projets identifiés comme durables (par exemple dans le cadre d'émissions vertes ou de dispositifs internes d'allocation) ou contribuer plus largement au financement de son bilan.
- D'autre part, la composante « exposition » au(x) sous-jacent(s), ceux-ci pouvant être sélectionnés pour leur dimension durable.

SFDR fixe l'évaluation du seuil de 70 % de contribution au niveau du produit lui-même, et non à celui de ses différents investissements. Ce seuil apparaît par exemple difficilement applicable à un émetteur unique et n'a, en tout état de cause, pas été conçu pour s'appliquer séparément à chacune des composantes du produit. S'agissant des produits structurés, dans la même logique, ce niveau s'apprécierait donc en considérant conjointement les deux composantes, le financement et l'exposition.

1. Contribution de la composante financement

La contribution de la composante financement s'apprécie différemment selon que les fonds levés sont affectés à des projets durables ou non.

En présence **d'une affectation spécifique des fonds** (produit structuré dit *Use of Proceeds*), l'analyse peut s'appuyer sur les éléments formalisés dans le prospectus qui décrit les catégories de projets éligibles, les critères de sélection des actifs financés, les modalités de gestion et de traçabilité des fonds levés, ainsi que les engagements de publication d'informations et, le cas échéant, de vérification externe. Ces éléments peuvent être établis selon les principes de l'ICMA ou en conformité avec une réglementation spécifique, comme le standard européen pour les obligations vertes.

¹⁵ Celles-ci visent les entreprises développant de nouveaux projets dans les énergies fossiles, ainsi que les projets liés au charbon et au lignite en l'absence de plan de sortie crédible.

Dans cette situation, le taux de contribution du financement est souvent égal à 100 % car l'émetteur s'engage généralement à affecter la totalité des fonds levés à des catégories de projets éligibles¹⁶.

En l'absence d'affectation spécifique (produit structuré dit *non-Use of Proceeds*), les montants levés alimentent le bilan de l'émetteur. La proposition de la Commission permet, pour certaines catégories, de prendre en compte des investissements dans des entreprises dotées d'un plan de transition crédible ou d'objectifs fondés sur des données scientifiques. Par analogie, ces critères pourraient être appliqués à l'émetteur du produit structuré, en considérant la qualité de son plan de transition, ses objectifs de décarbonation, l'alignement de certains actifs à la Taxonomie, ou les autres critères qualitatifs visés par les articles 7(2), 8(2) et 9(2) du Règlement¹⁷. Dans cette situation, il apparaît pertinent de recourir à une approche binaire, se basant sur des critères qualitatifs, pour l'évaluation de la contribution. Ainsi, lorsque l'émetteur satisfait aux critères qualitatifs exigés pour la catégorie SFDR considérée, la contribution de la composante financement peut être regardée comme égale à 100 %. À l'inverse, lorsque ces critères ne sont pas remplis, la contribution doit être considérée comme nulle.

Cette approche binaire se justifie par la contrainte très significative que représente l'application cumulative des critères de contribution et d'exclusion au niveau de l'émetteur du produit structuré. Elle s'impose en outre par la nature des critères considérés, lesquels ne se prêtent pas à une quantification au niveau d'une entité juridique, et permet ainsi de garantir une application homogène entre acteurs. Elle s'inscrit dans la logique du cadre SFDR, qui repose en partie sur des critères appliqués au niveau des entités. Cette interprétation devrait néanmoins être explicitement mentionnée dans SFDR pour assurer la sécurité juridique.

En tout état de cause, ces produits ne pourraient être classifiés dans la catégorie « durable », compte tenu des critères d'exclusions applicables, que l'émetteur ne pourra respecter. Ils ne peuvent ainsi relever, le cas échéant, que des catégories « transition » ou « ESG de base », sous réserve que la composante exposition aux sous-jacents présente elle-même des caractéristiques compatibles avec ces catégories.

2. Contribution du sous-jacent

S'agissant de la contribution du sous-jacent, il convient d'opérer une distinction selon sa nature.

Lorsque le produit est indexé sur **un indice ESG ou un fonds**, l'appréciation de sa contribution repose sur une analyse de la méthodologie appliquée au niveau de l'indice ou du fonds, afin d'évaluer si elle remplit les critères de la catégorie SFDR concernée.

Le projet de texte précise à cet égard que peuvent notamment être considérés comme pertinents les indices alignés sur l'Accord de Paris (« *Paris-aligned benchmarks* ») ainsi que les indices de transition climatique (« *Climate Transition Benchmarks* ») pour les catégories « transition » et « durable », ainsi que les investissements dont la notation ESG excède la moyenne de leur univers d'investissement ou

¹⁶ Dans la version révisée du Règlement sur le contenu du prospectus ([Règlement délégué \(UE\) 2019/980](#)) à l'Annexe 22a, point 2.1.1 de la section 2, il est proposé de renseigner la part des fonds levés dans le cadre de l'émission qui seront destinés au financement de projets et d'activités durables.

¹⁷ La durabilité de l'émetteur peut s'apprécier sur la base des informations publiées en application de la directive CSRD ([Directive \(UE\) 2022/2464](#)).

de leur indice de référence, ou encore ceux présentant une performance supérieure à la moyenne sur un indicateur de durabilité pertinent pour la catégorie ESG de base.

Cette approche est d'autant plus justifiée que le projet prévoit un traitement spécifique des produits intégrant des produits catégorisés (*Art. 9a*), afin de permettre d'évaluer leur contribution par référence aux informations publiées par ces produits sous-jacents.

Lorsque le **sous-jacent est constitué d'une action ou obligation unique**, la même difficulté que pour la composante financement se pose : les critères de contribution sont appréciés au niveau de l'entreprise émettrice de l'action ou de l'obligation, et non de l'instrument financier en tant que tel. Dans ce cas également, il apparaît pertinent de recourir à une approche binaire basé sur la même logique que celle décrite dans la section précédente pour les émetteurs de produit structuré.

De la même façon, lorsque le sous-jacent **est un panier d'actions ou d'obligations**, les critères de contribution sont appréciés au niveau de l'émetteur de chaque actif du panier.

Cette approche permet d'assurer une cohérence avec le traitement des investissements directs en actions ou obligations dans les fonds, pour lesquels l'analyse repose déjà largement sur les caractéristiques des émetteurs. Elle garantit également une lisibilité pour les investisseurs, en évitant des méthodes de pondération complexes difficilement vérifiables.

En tout état de cause, ainsi qu'évoqué dans la section précédente, il apparaît indispensable d'introduire explicitement dans SFDR une appréciation du critère de contribution au niveau de l'entité juridique.

Enfin, lorsque le sous-jacent est un taux d'intérêt ou un taux de change, aucune contribution intrinsèque ne peut être identifiée, et la contribution est donc neutre.

C. ÉVALUATION DES EXCLUSIONS

S'agissant des exclusions, le projet de texte prévoit une appréciation au niveau de l'entité juridique dans laquelle le produit investit, un principe qui apparaît adapté dans le cas des produits structurés. En effet, ce critère peut être appliqué de manière cohérente à la fois à l'émetteur du titre de créance et aux entités émettrices des sous-jacents.

Pour les produits structurés, cette logique conduit à vérifier les exclusions au niveau :

- Des actifs financés en cas de produit *Use of proceeds* ;
- De l'émetteur du produit structuré en cas de produit non *Use of proceeds* ;
- De la méthodologie de l'indice ou du fonds sous-jacent ;
- Des émetteurs des actions ou des obligations, selon que le sous-jacent est une action ou obligation unique ou un panier.

D. APPLICATION DES CRITÈRES DE CONTRIBUTION ET D'EXCLUSION DE SFDR À UN PRODUIT STRUCTURÉ - SYNTHÈSE

En synthèse, l'évaluation de la contribution et des exclusions s'opérerait selon les modalités suivantes :

	Type	Évaluation de la contribution	Évaluation des exclusions
Financement	Affectation des fonds levés à des projets ou actifs durables (<i>Use of Proceeds</i>)	100 % (ou moins si l'affectation n'est pas intégrale)	Exclusions appliquées aux actifs ou projets financés
	Les fonds levés financent le bilan de l'émetteur (<i>non-Use of Proceeds</i>)	Évaluation de l'émetteur (approche binaire : 0 ou 100 %)	Exclusions appréciées au regard des politiques d'exclusion sectorielles de l'émetteur
Sous-jacent(s)	Indice ou fonds	Évaluation de la stratégie de l'indice ou du fond	Exclusions appliquées à l'ensemble des composantes de l'indice ou du fonds
	Action ou obligation unique	Évaluation de l'émetteur de l'action ou de l'obligation	Exclusions appréciées au niveau de l'émetteur de l'action ou de l'obligation
	Paniers d'actions ou obligations	Évaluation des émetteurs de chaque actif du panier	Exclusions appréciées au niveau des émetteurs de chaque actif du panier
	Devise / Taux	Non applicable	Non applicable

Des exemples chiffrés d'application de cette méthode à plusieurs types de produits structurés sont fournis en annexe.

ANNEXE

A. MÉTHODE D'AGRÉGATION POUR ESTIMER LA CONTRIBUTION GLOBALE DU PRODUIT AU REGARD DU SEUIL DE 70 %

Une approche fondée sur la pondération économique des deux composantes du produit peut être retenue. Cette approche consiste à combiner la contribution de la composante financement, qui reflète l'affectation des fonds levés, et celle de la composante d'exposition, ajustée par le delta¹⁸ afin de traduire la sensibilité effective du produit au sous-jacent. Elle permet ainsi d'éviter toute surestimation de la contribution liée à la composante dérivée et d'assurer une lecture fidèle de l'exposition économique réelle du produit. Est ainsi retenu l'actif total, ce qui permet d'assurer une cohérence entre numérateur et dénominateur en neutralisant le levier. Cette approche est également celle utilisée pour les fonds. Elle peut être formalisée par la formule suivante :

$$\text{Contribution globale} = \frac{(100\% \times \text{contribution financement}) + (\text{delta} \times \text{contribution sous-jacent})}{(100\% + \text{delta})} \geq 70\%$$

B. ILLUSTRATIONS QUANTITATIVES

Les exemples ci-dessous reposent sur deux hypothèses structurantes :

- D'une part, il est supposé que les critères d'exclusion sont respectés par les deux composantes du produit,
- D'autre part, les produits structurés considérés offrant une protection en capital, leur delta est généralement compris entre 30 % et 60 %, reflétant une exposition partielle au sous-jacent. Il en résulte une contribution nécessairement inférieure à 70 %. Un delta de 40 % est retenu dans l'ensemble des cas afin d'assurer leur comparabilité¹⁹.

¹⁸ L'approche delta a été décrite par les ESAs comme « *the appropriate methodology for calculating exposure* » [...] « *converting derivatives into equivalent positions in the underlying assets of those derivatives* » ([ESA, Final Report on draft Regulatory Technical Standards on the review of PAI and financial product disclosures in the SFDR Delegated Regulation](#)). Par ailleurs le delta est d'ores et déjà utilisé dans le cadre du Règlement délégué complétant la Directive AIFM ([Règlement Délégué \(EU\) No 231/2013](#)) ainsi que du Règlement sur les ventes à découvert ([Règlement Délégué No 918/2012](#)).

¹⁹ Ce niveau de delta est en moyenne celui constaté pour les produits structurés d'investissement habituellement commercialisés.

Cas 1 : produit *use of proceeds* avec sous-jacent non ESG

On considère un produit structuré émis sous forme d'obligation verte dont les fonds sont intégralement affectés à des projets durables. La contribution de la composante financement est donc égale à 100 %. Le sous-jacent est constitué d'une action dont l'émetteur ne respecte aucun des critères de contribution des articles 7(2), 8(2) ou 9(2) du projet SFDR.,. La contribution du sous-jacent est donc nulle.

La contribution globale du produit est la suivante :

$$\frac{(100\% \times 100\%) + (40\% \times 0\%)}{100\% + 40\%} = \frac{100\%}{140\%} = 71.4\%$$

Le produit satisfait au seuil de 70 %. Ce cas illustre que, lorsque la composante financement est pleinement contributive, un sous-jacent non ESG peut être absorbé dans la part résiduelle non contributive admise par le cadre SFDR.

Cas 2 : produit *use of proceeds* avec sous-jacent ESG faiblement contributif et financement partiellement éligible

On considère un produit structuré dont la composante financement repose sur une obligation *use of proceeds*, mais dont seule une partie des fonds est effectivement allouée à des actifs répondant aux critères de durabilité²⁰ (par exemple 60 %²¹). La contribution de la composante financement est donc estimée à 60 %. Le sous-jacent est constitué d'un panier ESG dont la contribution est limitée (absence de surperformance ESG significative ou méthodologie peu sélective). La contribution du sous-jacent est estimée à 40 %.

La contribution globale du produit est la suivante :

$$\frac{(100\% \times 60\%) + (40\% \times 40\%)}{100\% + 40\%} = \frac{60\% + 16\%}{140\%} = 54.3\%$$

Le produit ne satisfait pas au seuil de 70 %, malgré la présence d'une composante *use of proceeds*.

²⁰ Le Règlement sur le contenu du prospectus ([Règlement délégué \(UE\) 2019/980](#)) n'impose pas une allocation intégrale des fonds à des projets ou activités durables, y compris dans le cadre d'émissions de titres de créance à caractère ESG. Le [projet de révision de ce Règlement](#) confirme cette approche en prévoyant uniquement la communication de la part des fonds levés destinée à être allouée à des projets ou activités durables ("*the intended share of the proceeds of the non-equity securities to be allocated to the sustainable project(s) and activity(ies)*"), sans imposer de seuil minimal ou de pourcentage fixe d'allocation.

²¹ L'hypothèse a été faite que les 40 % restants des fonds levés ne respectent aucun des critères de contribution des articles 7(2), 8(2) ou 9(2) du projet SFDR.

Cas 3 : produit non *use of proceeds* avec sous-jacent indice PAB

On considère un produit structuré dont les fonds sont intégrés au bilan de l'émetteur. La contribution de la composante financement est alors appréciée au niveau de l'émetteur selon une approche binaire. Le sous-jacent est un indice *Paris-aligned benchmark* (PAB).

A) Si l'émetteur remplit un ou plusieurs des critères de contribution des articles 7(2), 8(2) ou 9(2) du projet SFDR (*supra III.B.1.*), il est considéré comme « contributif » à hauteur de 100 %. Concernant le sous-jacent, celui-ci étant un indice PAB, sa contribution est également considérée comme égale à 100 %.

La contribution globale du produit est la suivante :

$$\frac{(100\% \times 100\%) + (40\% \times 100\%)}{100\% + 40\%} = \frac{100\% + 40\%}{140\%} = 100\%$$

Le produit satisfait au seuil de 70 % malgré son caractère non *use of proceeds*, dès lors que la contribution est établie à hauteur de 100 % au niveau de l'émetteur, et que le sous-jacent est durable, conformément aux critères qualitatifs prévus par SFDR.

B) Si l'émetteur ne remplit aucun des critères qualitatifs de contribution des catégories, par exemple, il n'a pas de plan de transition crédible et ses engagements en matière de transition sont considérés comme faibles, le taux de 0 % de contribution sera retenu. Concernant l'indice PAB, sa contribution reste égale à 100 %.

La contribution globale du produit est la suivante :

$$\frac{(100\% \times 0\%) + (40\% \times 100\%)}{100\% + 40\%} = \frac{40\%}{140\%} = 33.3\%$$

Le produit ne satisfait pas au seuil de 70 %, malgré la qualité du sous-jacent. Ce résultat met en évidence que la seule exposition à un sous-jacent fortement contributif ne permet pas d'atteindre le niveau requis, en l'absence de contribution de la composante financement et avec une protection du capital.

