

**REGLEMENT DE L'AUTORITE DES SERVICES ET MARCHES FINANCIERS ENCADRANT LA COMMERCIALISATION DE  
CERTAINS INSTRUMENTS FINANCIERS DERIVES AUPRES DES CLIENTS DE DETAIL**

**COMMENTAIRE**

**I. Considérations générales**

L'article 30*bis* de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers permet à la FSMA d'adopter des règlements qui, tenant compte des intérêts des utilisateurs de produits ou services financiers, interdisent ou subordonnent à des conditions restrictives la commercialisation ou certaines formes de commercialisation, auprès des clients de détail, de produits financiers ou de certaines catégories de produits financiers.

La FSMA a déjà fait usage de cette habilitation dans le passé, en adoptant le règlement du 3 avril 2014 concernant l'interdiction de commercialisation de certains produits financiers auprès des clients de détail. Ce règlement prohibe la commercialisation auprès de clients de détail de certains produits financiers qui sont, du fait de leurs caractéristiques, impropres à la commercialisation auprès des clients de détail, tels que les assurances vie négociées, les produits financiers dont le rendement dépend directement ou indirectement d'une monnaie virtuelle ainsi que les instruments de placement et les assurances de la branche 23 liés à des actifs non conventionnels.

La FSMA a constaté que certains types d'instruments financiers dérivés particulièrement risqués étaient commercialisés auprès de clients de détail en Belgique, via des plateformes électroniques de trading. Ces instruments sont présentés par leurs promoteurs comme permettant d'obtenir des rendements élevés, dans un contexte de taux d'intérêt historiquement bas.

On décrit brièvement ci-dessous les instruments les plus fréquemment rencontrés dans ce contexte :

- Options binaires : il s'agit d'un contrat en vertu duquel chacune des parties s'engage envers l'autre à lui payer un montant défini au cas où la valeur d'un actif donné (action cotée, monnaie, matière première, indice, métal précieux ...) a évolué dans un sens prédéterminé après l'écoulement d'un certain délai, parfois très court (quelques secondes ou minutes).
- *Contracts for difference* (CFD) : un CFD est un contrat entre un acheteur et un vendeur en vertu duquel les parties échangent la différence entre le prix actuel d'un actif sous-jacent (action cotée, monnaie, matière première, indice, métal précieux ...) et son prix au moment de l'expiration du contrat.
- *Rolling spot Foreign Exchange*: il s'agit de transactions spot sur devises dans lesquelles le contrat est renouvelé indéfiniment jusqu'à ce qu'une des parties clôture sa position. La transaction est alors liquidée en cash sur base de l'évolution de la devise sous-jacente depuis la conclusion du contrat.

Dans un grand nombre de cas, la perte ou le gain de l'investisseur peut dépasser le montant originellement investi : il s'agit d'instruments avec effet de levier, pour lesquels le montant de la marge est égal à une fraction du montant notionnel de l'instrument.

Les instruments financiers dérivés concernés ne sont pas cotés sur un marché réglementé ou sur un MTF, et ne font pas l'objet d'un *clearing* centralisé. La contrepartie du client sera généralement le prestataire lui-même. Il s'agit d'instruments qui ne sont pas standardisés et la définition de leurs termes varient d'un prestataire à l'autre. Les transactions effectuées sont dénouées sur base de programmes informatiques, internes à la plateforme de trading, qui calculent automatiquement le résultat de l'opération.

Les méthodes de commercialisation utilisées reposent sur des techniques de marketing direct et de la publicité sur internet (bannières et *pop ups* apparaissant sur des sites internet à haute fréquentation, tels que des sites d'information, des réseaux sociaux et des services de messagerie gratuits, réclame personnalisée, communications non sollicitées). Certaines de ces techniques peuvent constituer une forme moderne de démarchage ou de colportage et c'est ceci qui est visé par la mesure envisagée. Il n'est en effet pas envisagé d'interdire à des personnes intéressées d'acheter des produits de leur choix mais d'encadrer et dans certains cas d'interdire la commercialisation de ces produits vers des consommateurs non avertis.

La FSMA a en effet constaté que la commercialisation de tels produits financiers posait des problèmes aigus sur le plan de la protection de l'investisseur de détail :

- En ce qui concerne la nature même des instruments concernés, on constate que ceux-ci ont un caractère extrêmement risqué, voire aléatoire et ne présentent aucun point commun avec un investissement ou une transaction financière au sens classique du terme. A cet égard, on relève que certains de ces instruments ont une durée extrêmement courte, qui est parfois réduite à une période de quelques secondes ou minutes. L'utilisation de l'effet de levier alourdit encore le risque inhérent à l'instrument. Ces instruments ne reposent généralement pas sur des fondamentaux économiques et sont le plus souvent purement spéculatifs. Ces instruments ne visent donc pas à permettre à l'investisseur concerné de réaliser un investissement au sens classique du terme.
- En plus du risque propre aux instruments financiers dérivés considérés de manière générale, il apparaît que les instruments considérés ici sont vendus par des personnes se trouvant en situation de conflit d'intérêts structurel avec les acheteurs. La contrepartie du client est en effet généralement l'exploitant de la plateforme de trading lui-même ou une société qui lui est liée. La position prise par l'exploitant sera par conséquent toujours opposée à celle de l'investisseur, de sorte que la perte de celui-ci constituera le gain de l'exploitant et vice versa. En aucun cas l'exploitant de la plateforme n'aura donc intérêt à ce que le client réalise un gain. Il est intéressant de relever à cet égard que l'infrastructure informatique permettant de réaliser les opérations considérées et de dénouer les transactions est mise en place par l'exploitant de la plateforme et ne dépend pas d'un marché ou d'une contrepartie centrale. A cet égard, on souligne qu'il n'existe le plus souvent aucune garantie quant à l'intégrité des plateformes concernées (voy. également ci-dessous).
- Il apparaît que les prestataires concernés utilisent des méthodes de commercialisation extrêmement agressives. Le modèle commercial utilisé repose sur la diffusion de publicités sur internet, dans lesquelles l'accent est généralement mis sur les perspectives de gains que les instruments concernés offrent et sur leur soi-disant simplicité, alors que ces produits se caractérisent par un risque de perte particulièrement élevé et par une grande complexité.

Les facilités techniques offertes par l'usage d'internet permettent aux prestataires concernés de diriger les publicités vers le public cible adéquat et de constituer des bases de données de clients potentiels, sur base notamment de l'enregistrement des visites sur les sites internet concernés. Les investisseurs potentiels sont alors contactés directement, souvent de manière non sollicitée (*cold calling*) et incités à investir. Une fois qu'un premier versement a été réalisé, le client est contacté de manière répétée afin de le fidéliser et de l'inciter à investir des montants plus importants ; certaines des pratiques relevées à cet égard confinent au harcèlement. Les prestataires concernés utilisent généralement les services de centrales d'appel à cette fin, sur lesquelles le contrôle paraît dans de nombreux cas être insuffisant. Les nouveaux clients se voient fréquemment octroyer un 'bonus', qui devient effectif à condition que les montants qu'ils

investissent atteignent un certain seuil. Ce bonus ne peut pas être retiré immédiatement, mais doit être affecté à des opérations sur instruments financiers dérivés. Dans un certain nombre de cas, les clients existants apportant de nouveaux clients se voient également octroyer une récompense (système d'affiliates).

Il semble que les prestataires auxquels les exploitants des plateformes concernées recourent pour l'exercice de leurs activités (centrales d'appel, développeurs des logiciels utilisés) sont fréquemment rémunérés sur base des montants récoltés ou des pertes subies par les investisseurs, ce qui crée une situation de conflit d'intérêts rendant ce modèle de distribution impropre à la commercialisation de produits risqués et complexes à des investisseurs de détail. Ceci rend également illusoire l'idée que le respect des règles de conduite suffirait à protéger les intéressés.

- Dans un nombre anormalement élevé de cas, des pratiques *mala fide* ont été constatées. Certains des prestataires concernés exercent en effet leurs activités sur une base irrégulière, sans se conformer aux exigences d'agrément et d'approbation préalable applicables en vertu de la loi. Sur base de plaintes reçues par la FSMA, il apparaît également fréquemment qu'il n'est pas donné suite aux demandes de retrait des investisseurs cherchant à récupérer les montants investis ; les contestations sur ce sujet sont nombreuses. Des cas de transactions effectuées sans l'autorisation du client et l'utilisation non autorisée de numéros de cartes de crédit ont également été constatés. Dans un certain nombre de cas enfin, des indications existent que les logiciels utilisés par les plateformes ne reflètent pas fidèlement le comportement du marché sous-jacent.

La commercialisation de tels instruments financiers dérivés auprès de clients de détail a conduit à des pertes importantes dans le chef des investisseurs concernés. Il s'ensuit que la FSMA a été confrontée à un nombre très important de plaintes d'investisseurs ayant subi des pertes significatives suite à des transactions portant sur ce type d'instruments.

A cet égard, il résulte d'un rapport de l'AMF consacré aux résultats des investisseurs particuliers sur le trading de CFD et de Forex en France<sup>1</sup> que, sur une période d'observation de 4 ans s'étendant entre 2009 et 2013, portant sur les transactions effectuées par près de 15 000 clients en France, le taux de clients perdants s'élevait à 89%, pour un montant moyen de 10.887 EUR par client et un montant médian de 1.843 EUR. De manière significative, l'étude démontre que les investisseurs qui traitaient le plus (en nombre de transaction comme en taille moyenne de transaction ou en volume cumulé) perdaient le plus. Il en va de même pour ceux qui persistent dans la durée, illustrant ainsi l'absence d'effet d'apprentissage. Il est important d'avoir à l'esprit que cette étude porte sur une période longue, pendant laquelle les marchés financiers dans leur ensemble ont connu une performance positive, ce qui écarte toute explication économique conjoncturelle aux résultats obtenus. Cela permet d'affirmer que, commercialisé auprès de clients de détail, ce type de produits conduit à des pertes quelle que soit la conjoncture économique. Les constatations de l'AMF sont corroborées par d'autres études menées par d'autres régulateurs<sup>2</sup>.

Un certain nombre de mesures ont déjà été prises dans le passé à l'égard de type d'acteurs, non seulement par la FSMA, mais aussi par des autorités étrangères et internationales. La FSMA a ainsi

---

<sup>1</sup> Ce rapport est consultable à l'adresse suivante : <http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Epargne-et-prestataires.html?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F677d4221-e377-4804-9c10-752c94495b51>

<sup>2</sup> Voy. par exemple l'étude similaire menée par le régulateur polonais : [http://www.knf.gov.pl/o\\_nas/komunikaty/2012/wynikow\\_osiaganych\\_przez\\_inwestorow\\_na\\_ryнку\\_forex.html](http://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty/2012/wynikow_osiaganych_przez_inwestorow_na_ryнку_forex.html)

déjà publié des mises en garde concernant les risques encourus en cas d'investissement dans ce type de produit. D'autres autorités, telles l'AMF en France (voy. les très nombreuses mises en garde publiées sur le site de cette institution, concernant les prestataires exerçant leurs activités de manière irrégulière), ont également effectué des démarches similaires, ainsi que ESMA (voy. *Investor Warning* du 28 février 2013). La FSMA a par ailleurs publié une communication à l'attention des entreprises qui commercialisent on-line des produits financiers non conventionnels (de type CFD, options binaires, etc.) (voy. Communication 2014\_05 du 25 juillet 2014), afin de sensibiliser les entreprises concernées à leurs obligations légales.

Il apparaît que malgré ces démarches, les pratiques relevées ci-dessus perdurent et que le cadre légal existant n'a pas permis de protéger adéquatement les investisseurs.

On rappelle qu'en application de la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, l'offre publique de tels produits en Belgique donne lieu à l'application de l'obligation de prospectus. Cette obligation ne permet toutefois que d'assurer la fourniture d'informations aux clients. Elle ne porte pas sur les éléments visés par la mesure envisagée et ne permet pas de répondre aux graves problèmes de protection de l'investisseur relevés ci-dessus, qui sont d'une autre nature.

La FSMA relève par ailleurs que dans de nombreux Etats membres de l'Union et même dans des pays tiers, des mesures restrictives ont été prises concernant la commercialisation de tels instruments. On relève ainsi que des mesures d'encadrement ou d'interdiction ont été prises en ce qui concerne les CFD et/ou les options binaires aux Etats-Unis, au Japon, au Québec et en Turquie. L'utilisation de l'effet de levier est également limitée dans un certain nombre de juridictions, selon des modalités variables (Hong Kong, Etats-Unis, Pologne, Ontario, Japon, Turquie, Singapour). En ce qui concerne les techniques de commercialisation utilisées, un encadrement existe concernant le *cold calling* en France, au Royaume-Uni, au Japon et à Hong Kong.

Pour ces raisons, la FSMA estime opportun de réglementer la commercialisation d'instruments financiers dérivés de gré à gré auprès d'investisseurs de détail.

## **II. Régime mis en place**

L'approche utilisée par le présent règlement repose sur deux axes. Dans le premier, sont visés certains instruments dérivés de gré à gré qui sont, de par leur nature même, dans tous les cas impropres à la commercialisation auprès de clients de détail. Le second axe énumère un certain nombre de modes de commercialisation agressifs et interdit le recours à ceux-ci pour la commercialisation d'instruments financiers dérivés de gré à gré auprès de clients de détail.

On notera que les mesures prises ont été définies de manière à ne pas entraver les activités d'autres acteurs économiques, qui ne posent pas les mêmes problèmes de protection de l'investisseur.

Les mesures proposées ici paraissent également se justifier sur le plan de la protection de l'image et de la réputation du secteur financier.

### **A. Champ d'application**

Les dispositions du règlement s'appliquent en cas de commercialisation en Belgique, à titre professionnel, auprès d'un ou de plusieurs clients de détail, d'un ou de plusieurs des instruments financiers visés à l'article 2, alinéa 1<sup>er</sup>, d), e), f), g), h), i) et j) de la loi du 2 août 2002.

On entend par commercialisation « *la présentation du produit, de quelque manière que ce soit, en vue d'inciter le client ou le client potentiel à acheter, à souscrire, à adhérer à, à accepter, à signer ou à ouvrir le produit concerné* » (voy. l'art. 30bis, alinéa 2 de la loi du 2 août 2002).

Le règlement vise la commercialisation sur le territoire belge, quelle que soit la nationalité ou le lieu d'établissement de la personne qui commercialise les instruments concernés. Il ne vise donc pas la commercialisation à l'étranger par une personne établie en Belgique.

En cas d'usage d'une plateforme on-line, pour déterminer s'il y a commercialisation, il convient de déterminer si la commercialisation est ou non dirigée spécifiquement vers le public belge au moyen d'indices comme la présence d'informations spécifiques sur le régime légal belge (notamment fiscal), le renvoi à des personnes de contact en Belgique, l'absence de « *disclaimer* » indiquant que la commercialisation n'est pas dirigée vers le public belge, la langue utilisée, la possibilité pour les clients belges de s'inscrire en ligne, etc. Le fait que l'entreprise a notifié son intention de fournir des services d'investissement en Belgique sous le régime de la libre prestation de services constitue aussi un indice qu'il y aura commercialisation dirigée spécifiquement vers le public belge. On considérera également que la commercialisation a lieu sur le territoire belge si des publicités pour les instruments sont diffusées dans des médias sur le territoire belge. On renvoie également concernant ce point à la jurisprudence de la Cour européenne de Justice concernant les critères utilisés pour déterminer si une activité commerciale est 'dirigée vers' l'État membre où un consommateur déterminé a son domicile (voy. CdJ, 7 décembre 2010, affaires jointes C- 585/08 et C-144/09 (Pammer et Alpenhof)).

Seuls les instruments de gré à gré sont visés. Le règlement ne s'applique donc pas à la commercialisation d'instruments qui sont admis à la négociation sur un marché réglementé.

N'est également pas concernée la commercialisation d'instruments visant exclusivement à la couverture de risques auprès de clients de détail, dans le cadre de l'activité professionnelle de ceux-ci.

Pour le surplus, on notera que les termes dans lesquels le projet de règlement est rédigé ont pour conséquence que les interdictions que l'article 1<sup>er</sup> de celui-ci formule ne s'appliqueront pas aux instruments financiers dérivés usuels, tels que les options sur actions, warrants etc. De tels produits ne tombent en effet pas sous le coup des interdictions de commercialisation. Toutefois, on défend ici l'idée que les méthodes de commercialisation agressives visées à l'article 2 du projet ne sont pas appropriées pour les activités de commercialisation menées auprès de clients de détail.

On apporte ci-dessous des précisions concernant les rapports que la notion de commercialisation entretient avec celle d'offre publique.

La commercialisation au sens du présent règlement ne requiert pas que le produit soit présenté auprès d'un nombre minimum de clients ou de prospects. Ce règlement s'appliquera donc a fortiori en cas d'offre publique, c'est-à-dire de communication adressée à plus de 150 personnes (article 3, § 1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup> de la loi du 16 juin 2006). Il s'ensuit qu'une demande d'approbation d'un prospectus portant sur des opérations interdites par la présent règlement ne pourrait pas valablement être introduite auprès de la FSMA et ce prospectus ne pourrait au demeurant pas faire l'objet d'une approbation par la FSMA.

On note à cet égard que les dispositions du règlement visent non seulement à protéger les intérêts particuliers des clients de détail, mais aussi ceux de la collectivité dans son ensemble, qui a notamment intérêt à l'intégrité du secteur financier et la confiance du public dans celui-ci. Le présent règlement porte donc des dispositions d'ordre public.

## **B. Éléments du régime**

Le régime mis en place comprend deux volets, qui s'appliquent de manière cumulative et chacun sans préjudice de l'autre.

a. Interdiction de commercialisation

Sont frappés d'interdiction de commercialisation les instruments financiers dérivés qui sont, du fait de leurs caractéristiques intrinsèques, impropres à la commercialisation auprès de clients de détail.

Le règlement vise ainsi à interdire la commercialisation des instruments financiers visés à l'article 2, alinéa 1<sup>er</sup>, d), e), f), g), h), i) et j) de la loi du 2 août 2002 dont la durée est inférieure à 14 jours. Les instruments dont la durée est inférieure à un tel délai ne conviennent en effet pas à des clients de détail. Vu la volatilité inhérente au fonctionnement des marchés dans une perspective de très court terme, ce type de produit a en effet un caractère spéculatif, voire aléatoire, extrêmement prononcé et n'a donc pas les mêmes fondements qu'une transaction financière normale.

Pour l'appréciation de la durée, ne sont pas prises en compte les périodes pour lesquelles la durée de l'instrument peut le cas échéant être prolongée. Par ailleurs, il est important d'avoir à l'esprit que l'on vise ici exclusivement les instruments dont la durée est, lors de la conclusion du contrat, fixée à moins de 14 jours. Les instruments qui peuvent être clôturés anticipativement et dans un délai de 14 jours après la conclusion ne sont pas visés, pour autant bien sûr que la durée originellement convenue soit supérieure à 14 jours. On vise en effet la durée contractuellement convenue à l'origine et non pas la durée de l'instrument dans les faits.

Une approche identique est adoptée en ce qui concerne les instruments qui comportent un effet de levier important (supérieur à 5). Cumulé avec le caractère particulièrement risqué de tels produits, l'utilisation de l'effet de levier est en effet extrêmement délicate et doit être limitée strictement. L'objectif de la mesure est d'éviter que l'investisseur ne soit confronté à des pertes représentant un multiple de son investissement. Cette mesure doit également permettre de sensibiliser l'investisseur au risque.

Ce premier volet du règlement vise également deux catégories d'instruments financiers qui portent sur des marchés particulièrement risqués :

- Le règlement interdit ainsi la commercialisation auprès de clients de détail de tout instrument financier visé à l'article 2, alinéa 1<sup>er</sup>, d), e), f), g), h), i) et j) de la loi du 2 août 2002 permettant de réaliser une ou plusieurs opérations de change reportables ou des CFD dont le sous-jacent est une devise. Le marché des changes est en effet un marché dont l'usage est normalement réservé aux professionnels. On note à cet égard que les instruments dérivés sur devises présentent un mode de fonctionnement généralement très complexe. Il est donc particulièrement difficile pour les investisseurs qui n'ont pas les connaissances et l'expérience requises en cette matière d'évaluer leurs perspectives de gains et leurs risques de pertes. Par ailleurs, les devises, et certainement les devises exotiques, peuvent se caractériser par une grande volatilité.
- Une approche identique est adoptée en ce qui concerne les instruments financiers visés à l'article 2, alinéa 1<sup>er</sup>, d), e), f), g), h), i) et j) de la loi du 2 août 2002 portant sur des actifs non conventionnels. On entend par actifs non conventionnels les actifs sont des actifs qui n'appartiennent pas aux catégories de placement autorisés ouvertes aux organismes de placement collectif publics de droit belge ou aux organismes de placement en créances de droit belge. Pour un aperçu des actifs dans lesquels ces organismes peuvent investir, l'on se reportera à l'article 50 de la Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (en ce qui concerne

les OPCVM), à l'article 183 de la loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires (en ce qui concerne les fonds d'investissement alternatifs), et aux arrêtés royaux adoptés sur la base de cette disposition pour chacune des trois catégories existantes d'organismes de placement collectif alternatifs publics (respectivement, les sicav en instruments financiers et liquidités, les sicafi publiques et les pricaf publiques), lesquels définissent plus en détail la nature des placements ouverts aux organismes de placement collectif alternatifs publics de droit belge, ainsi qu'à la réglementation applicable aux organismes de placement en créances de droit belge.

De cette manière, le règlement est aligné sur le standard établi par la Directive 2009/65/CE, et par la réglementation nationale relative aux organismes de placement collectif alternatifs publics (loi du 19 avril 2014).

Le règlement se limite donc à viser certaines catégories d'actifs, qualifiées de "non conventionnelles". Sur le plan concret, on constate que les actifs considérés comme non conventionnels seront exclusivement des actifs *non mainstream* tels que des matières premières (en ce compris donc notamment les produits alimentaires), des objets d'art et des produits tels que du vin ou du whisky. Une exception est toutefois prévue pour l'or, eu égard à sa fonction particulière au sein des marchés financiers.

Cette mesure est justifiée par la constatation que les actifs non conventionnels sont des actifs dont l'évolution est à la fois décorélée de celle des marchés financiers dans leur ensemble (décorrélation externe), et qui ne sont pas non plus corélés entre eux (décorrélation interne). Ce marché présente donc un caractère particulièrement imprévisible et dangereux. Par ailleurs, il peut également être affirmé que les actifs non conventionnels ne sont pas des valeurs sous-jacentes accessibles : le client de détail ne peut en effet pas observer l'évolution des données du marché par le biais des canaux usuels.

#### b. Interdiction de certains modes de commercialisation

Le deuxième volet du règlement interdit certains modes spécifiques de commercialisation. On précise que le présent article s'applique sans préjudice des autres dispositions légales ou réglementaires relatives aux pratiques de marché et modes de commercialisation admis. L'objectif est de viser les pratiques de commercialisation qui sont dans tous les cas inadaptées voire abusives pour la commercialisation d'instruments financiers dérivés de gré à gré auprès de clients de détails, au vu des caractéristiques intrinsèques de ces instruments. Certaines de ces pratiques constituent une forme moderne de colportage ou de démarchage au sens de l'arrêté royal du 30 novembre 1939 relatif au colportage des valeurs mobilières et au démarchage sur valeurs mobilières et sur marchandises et denrées et doivent donc être interdites à ce titre.

Les méthodes suivantes tombent dans le champ de l'interdiction:

- Adresser des communications individuelles non sollicitées, quelle qu'en soit la forme, à des clients existants ou des prospects

Il s'agit d'une pratique commerciale qui ne devrait en tout cas pas être admise pour la commercialisation d'instruments financiers dérivés de gré à gré. L'interdiction porte sur les communications individuelles, c'est-à-dire adressées à une personne déterminée, quel que soit le mode de communication utilisé (téléphone, e-mail, courrier, visite à domicile). Seules les communications non sollicitées – à savoir pour lesquelles l'entreprise concernée ne peut pas établir que le contact a eu lieu sur demande expresse de l'investisseur – sont visées.

Aux fins du règlement, est assimilée à une communication individuelle non sollicitée, toute communication qui fait suite à une démarche du client qui n'avait pas ladite communication pour objet. Concrètement, le client ne pourra ainsi être contacté de manière directe et individuelle afin de se voir offrir des instruments financiers dérivés de gré à gré que s'il en a fait explicitement et spécifiquement la demande. Le simple fait de, par exemple, laisser ses coordonnées sur un site internet ou de s'inscrire pour une formation, ou encore d'accepter des conditions générales prévoyant la possibilité de contacts téléphoniques, ne peut pour cette raison pas être considéré comme une sollicitation de la part du client en vue de se voir offrir des instruments financiers dérivés de gré à gré.

De telles techniques de marketing direct ne sont pas appropriées pour la commercialisation d'instruments financiers dérivés de gré à gré auprès de clients de détail.

Il est à noter que le dispositif particulier ainsi mis en place est plus strict que le régime prévu par les articles VI.103, 3° et VI.110 à VI.115 du Code de droit économique. Il suffit par exemple que la communication ait un caractère non sollicité pour tomber dans le champ d'application de la présente interdiction. Par ailleurs, on observe que la présente disposition interdit dans tous les cas et de manière inconditionnelle les communications non sollicitées, ce que ne font pas les articles VI. 110 à VI.115 du Code de droit économique.

- Solliciter de manière répétée un client existant ou un prospect, quel que soit le mode de communication à distance utilisé.

Eu égard à la nature particulière des instruments financiers visés ici, la sollicitation répétée de clients existants ou de prospects afin de les inciter à réaliser des transactions n'est pas un mode de commercialisation adéquat. On vise ici toute forme de communication à distance, quel que soit le moyen technique utilisé, et qu'il s'agisse de communications sollicitées ou non sollicitées.

Ici également, on vise à mettre place un régime plus strict que celui prévu par l'article VI.103, 3° du Code de droit économique : l'interdiction sera par exemple d'application dès lors que la sollicitation a un caractère répété. Il n'est pas nécessaire qu'elle soit également non sollicitée.

- Recourir à des centrales d'appel pour les contacts avec les clients ou les prospects

Les techniques de communication agressives utilisées par les exploitants des plateformes concernées (voy. ci-dessus) reposent sur le recours à des centrales d'appel pour les contacts avec les clients ou les prospects. Eu égard à la nature particulièrement complexe des instruments financiers dérivés, une telle chose n'est pas acceptable : les contacts avec les clients doivent en effet être assurés par du personnel suffisamment formé et sur lequel l'entreprise concernée a un contrôle suffisant.

- Octroyer une récompense quelle qu'elle soit aux clients existants apportant de nouveaux clients ou des prospects, ou recommandant à d'autres personnes les instruments dérivés offerts ou les services y afférents

Dans le contexte de la commercialisation d'instruments financiers dérivés, le recours à un système de type pyramidal dans lesquels les clients existants sont récompensés s'ils apportent de nouveaux clients n'est pas acceptable. De tels procédés augmentent le risque que des instruments financiers dérivés soient commercialisés auprès de personnes pour lesquels de tels produits ne sont pas appropriés. La commercialisation de produits financiers doit être effectuée par des professionnels du secteur financier, disposant des agréments nécessaires pour ce faire.

- Octroyer (a) un cadeau, un bonus ou tout autre montant à un client, excepté si le client peut procéder sans conditions au retrait en argent de celui-ci, ou (b) tout autre avantage dont l'octroi



effectif dépend de l'exécution de transactions portant sur les instruments dérivés commercialisés

Une des techniques de commercialisation utilisée par les exploitants des plateformes concernées consiste à offrir aux nouveaux clients un bonus qui ne peut être retiré qu'à condition que leurs versements atteignent un certain seuil ou que des opérations pour un volume déterminé soit effectuées. Généralement, ce bonus peut uniquement être utilisé pour la réalisation de transactions en instruments dérivés sur la plateforme concernée et a donc de surcroît un caractère largement fictif : l'unique objectif d'une telle pratique est de 'ferrer' le client. Une telle technique n'est pas appropriée pour la commercialisation d'instruments financiers dérivés.

– Modes de rémunération inadéquats

Dans un certain nombre de cas, il est apparu que la rémunération des prestataires ayant conçu, développé ou commercialisé les logiciels sur base desquelles les opérations réalisées sont dénouées, ou des personnes participant concrètement à la commercialisation des instruments financiers dérivés concernés était fonction des montants versés par les clients, ou des montants perdus par ceux-ci.

De telles méthodes de commercialisation doivent être interdites, dans la mesure où elles exacerbent le conflit d'intérêt fondamental inhérent aux instruments financiers dérivés dans lesquels le vendeur du produit est en même temps la contrepartie du client.

– Méthodes de paiement admises

Le règlement interdit aux prestataires d'accepter que les fonds nécessaires à l'exécution de transactions soient versés au moyen de paiements effectués par carte de crédit. Cette disposition se situe dans la même ligne que l'encadrement de l'utilisation de l'effet de levier (voy. le commentaire de l'article 1<sup>er</sup> ci-dessus).

– Livre VI du Code de droit économique

Le règlement précise que les dispositions du livre VI du Code de droit économique sont d'application en cas de commercialisation d'instruments financiers dérivés auprès de clients de détail.

Cette disposition du règlement doit être considérée comme une loi de police au sens du règlement Rome I.

– Colportage et démarchage

On mentionne pour rappel l'interdiction, contenue dans l'arrêté royal du 30 novembre 1939 relatif au colportage des valeurs mobilières et au démarchage sur valeurs mobilières et sur marchandises et denrées, de se livrer au colportage ou au démarchage en ce qui concerne des instruments financiers dérivés.

Cette interdiction se situe dans le prolongement des autres dispositions de l'article 2 du règlement.

**C. Entrée en vigueur**

Le projet de règlement entre en vigueur à la date d'entrée en vigueur de l'arrêté royal qui l'approuve.

L'exécution de transactions sur instruments financiers visés par l'article 1<sup>er</sup> reste toutefois possible pendant 2 mois après la date d'entrée en vigueur, exclusivement aux fins de dénouer des transactions existantes.

### **III. Application du droit européen**

On apporte ci-dessous un certain nombre de précisions concernant les rapports que le présent règlement entretient avec le droit européen.

Le présent règlement ne s'applique qu'en cas de commercialisation en Belgique, auprès de clients de détail. Il ne s'appliquera donc pas aux entreprises qui sont exclusivement actives en Belgique.

Le règlement se limite bien entendu à régler des questions qui ne font pas l'objet d'une harmonisation maximale par les directives européennes applicables en matière financière. Par ailleurs, il n'a pas non plus d'effet en ce qui concerne les régimes de passeport européen existants.

Le présent règlement se situe ainsi en dehors du champ d'application de la Directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la Directive 2001/34/CE, et du régime de passeport que celle-ci établit. Dans son premier axe, le règlement met en effet en place une réglementation de type 'produit', qui impose des exigences minimales en ce qui concerne les caractéristiques intrinsèques des produits commercialisés auprès des clients de détail. Dans son deuxième axe, le règlement réglemente les méthodes de commercialisation utilisées. Il ne se situe donc pas sur le même plan - et ne poursuit pas les mêmes buts - que la Directive 2003/71/CE, qui est une réglementation relative à l'information des investisseurs.

Le règlement se situe également en dehors du champ d'application de la Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les Directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la Directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la Directive 93/22/CEE du Conseil, qui porte sur la fourniture de services d'investissement et non sur la réglementation des produits ou les pratiques de commercialisation. On précise à cet égard qu'il existe une distinction entre les règles relatives à la fourniture de services d'investissement, telles qu'envisagées par la directive MiFID, qui portent sur la relation contractuelle entre le client et le prestataire de services financiers, et les règles relatives aux pratiques de marché autorisées.

L'article 2 du présent règlement réglemente un domaine qui est déjà couvert par la directive 2005/29/CE sur les pratiques commerciales déloyales. Cette directive précise cependant que pour ce qui est des services financiers, les États membres restent libres de prévoir des exigences plus restrictives ou plus rigoureuses que celles prévues dans le domaine harmonisé par la directive.

Même lorsque les États membres prennent - comme ici - des mesures dans des matières non harmonisées par les directives européennes, ils restent tenus de respecter les principes généraux du droit de l'Union. Les mesures restrictives de la libre circulation des capitaux ou de la libre prestation de services financiers ne sont admises qu'à condition qu'elles soient non discriminatoires, répondent à des raisons impérieuses d'intérêt général, soient aptes à garantir la réalisation de l'objectif poursuivi et n'aillent pas au delà de l'objectif poursuivi.

A cet égard, on soulignera en premier lieu que les mesures prises s'appliquent dans la même mesure aux acteurs situés en Belgique et à ceux établis dans un autre État membre. Elles n'ont donc pas de caractère discriminatoire.

Comme indiqué dans l'exposé détaillé du régime mis en place repris ci-dessus, les produits visés par l'article 1<sup>er</sup> du présent règlement sont, en raison de leurs caractéristiques intrinsèques, impropres à

la commercialisation active auprès de clients de détail. Dans une optique de protection de cette catégorie de personnes et afin de contribuer au bon fonctionnement et à la réputation des marchés et du secteur financier, il est donc justifié d'en interdire la commercialisation. La même constatation peut être faite à propos du deuxième axe du règlement : les méthodes de commercialisation qui y sont visées ont pour effet, en raison de leur caractère agressif, de rendre les instruments financiers dérivés impropres à la commercialisation auprès d'investisseurs de détail. De tels objectifs répondent sans conteste à la qualification de raison impérieuse d'intérêt général.

Etant donné le problème qui se pose en l'espèce et les objectifs poursuivis par le règlement, il apparaît par ailleurs qu'il n'existe pas de technique moins radicale pour offrir une protection suffisante aux clients de détail. Comme souligné ci-dessus, le présent règlement interdit en effet, dans son premier axe, la commercialisation de certains produits auprès de clients de détail en raison de leurs caractéristiques intrinsèques, qui les rendent impropres à une telle commercialisation. Dans son second axe, le règlement vise des techniques particulières de commercialisation qui ne sont pas appropriées, eu égard en particulier aux caractéristiques intrinsèques des instruments financiers considérés. Pour ces raisons, des mesures alternatives, telles que l'imposition d'obligations supplémentaires d'information, ne seraient pas pertinentes au regard des buts poursuivis par le règlement.

Enfin, les mesures restrictives ne vont pas au delà de l'objectif poursuivi. Elles n'ont aucune incidence sur la commercialisation des produits visés auprès des clients professionnels et n'ont d'effet qu'à l'égard de la catégorie des clients de détail. On précise également que les mesures n'ont pas pour conséquence de fermer l'accès au marché ; seules les démarches de commercialisation actives (« *push* ») sont visées par le règlement. Rien n'interdit ainsi à des investisseurs de souscrire les instruments financiers dérivés de leur choix auprès d'un prestataire.

\*

\*       \*