

**CONSULTATION AMF  
MISE EN ŒUVRE DE LA LOI SAPIN 2  
« INTERDICTION DE PUBLICITÉ »  
Observations de l'AMAFI**

Le projet de loi Sapin 2 en cours d'examen par le Parlement devrait introduire dans le Code monétaire et financier, un nouveau dispositif articulé autour de trois grands éléments :

- Une interdiction des communications électroniques à caractère promotionnelle adressées à des non professionnels par des PSI (auxquels sont assimilés les CIF) lorsque ces communications portent sur certaines catégories de contrats financiers que doit définir le RG AMF au regard des critères posés par la loi.
- Une interdiction de publicité, directe ou indirecte, adressée par voie électronique à des non professionnels en faveur de services d'investissement portant sur les contrats « interdits » par le RG AMF, les personnes qui interviennent dans la diffusion d'une telle publicité (annonceurs, acheteurs et vendeurs d'espace publicitaire, ...) pouvant en outre faire l'objet d'une amende administrative qui ne peut excéder 100.000 €.
- Une interdiction des opérations de parrainage ou de mécénat dès lors que ces opérations ont pour objet ou pour effet la publicité, directe ou indirecte, en faveur de services d'investissement portant sur les contrats « interdits » par le RG AMF, les manquements étant également passibles d'une amende administrative qui ne peut excéder 100.000 €.

Souhaitant que soit effectif aussi rapidement que possible ce dispositif, pour lequel elle a activement milité en suite d'escroqueries réalisées au détriment d'épargnants par des PSI étrangers (chypriotes en l'occurrence) alors qu'ils agissaient sous couvert du passeport européen, l'AMF a lancé le 1<sup>er</sup> août 2016 une consultation publique portant sur un projet de modification de son Règlement général destiné à mettre en œuvre ce nouveau dispositif.

Toutefois, contrairement à ce qui pouvait être anticipé alors, le dispositif légal est loin d'être totalement stabilisé compte tenu de l'échec de la Commission mixte paritaire qui s'est tenue mi-septembre. Le texte qui sera à nouveau discuté en deuxième lecture par l'Assemblée Nationale à partir du 28 septembre devra l'être ensuite par le Sénat, avant de revenir en dernière lecture devant l'Assemblée qui, à ce stade ne pourra qu'adopter la version qu'elle a votée en deuxième lecture, en prenant en compte ou non les amendements effectués à celle-ci par le Sénat. Il semble aujourd'hui assez probable que cette navette parlementaire, à laquelle devrait vraisemblablement s'ajouter un recours devant le Conseil constitutionnel, conduise à ce que la loi soit seulement promulguée en fin d'année ...

Compte tenu du texte adopté le 21 septembre en Commissions à l'Assemblée nationale, qui contrairement à ce qu'avait prévu le Sénat, revient à la rédaction présentée par le Gouvernement pour limiter le champ aux seuls « *contrats financiers qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation* », on peut aujourd'hui estimer de façon assez certaine que le dispositif prendra la forme d'un nouvel article L. 533-12-7 ainsi rédigé :

*« Les prestataires de services d'investissement ne peuvent adresser directement ou indirectement, par voie électronique, des communications à caractère promotionnel à des clients susceptibles d'être non professionnels, notamment des clients potentiels, relatives à la fourniture de services d'investissement portant sur des contrats financiers qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, relevant de l'une des catégories de*

*contrats définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers et présentant l'une des caractéristiques suivantes :*

- 1° Le risque maximal n'est pas connu au moment de la souscription ;*
- 2° Le risque de perte est supérieur au montant de l'apport financier initial ;*
- 3° Le risque de perte rapporté aux avantages éventuels correspondants n'est pas raisonnablement compréhensible au regard de la nature particulière du contrat financier proposé.*

*Le présent article ne s'applique pas aux informations publiées sur leur site internet par les prestataires de services d'investissement commercialisant les contrats financiers mentionnés au premier alinéa. ».*

C'est dans ce contexte que l'Autorité a proposé d'introduire dans son RG un article prévoyant :

*« Sont interdites, en application de l'article L. 533-12-8 du code monétaire et financier, les communications à caractère promotionnel portant sur les contrats financiers suivants :*

- les contrats d'options binaires ou,*
  - les contrats qui mettent en avant un investissement direct ou indirect sur le « Forex », le marché des changes ou le marché de devises ou,*
  - les contrats financiers avec paiement d'un différentiel (CFD) qui ont un effet de levier supérieur à cinq,*
- ainsi que les contrats financiers ayant un effet économiquement équivalent à ceux énumérés ci-dessus. »*

L'AMAFI, qui suit attentivement cette question depuis plus d'un an, a examiné cette proposition. Celle-ci appelle les observations suivantes de sa part.

## **OBSERVATIONS GÉNÉRALES**

### **Un enjeu réel mais limité**

Comme elle l'a souligné à l'AMF en juillet de l'année dernière, et rappelé lors de la consultation organisée par la DGT en début d'année (*AMAFI / 16-09*), l'AMAFI considère que les pratiques à l'origine de cette démarche sont tout à fait préjudiciables, pour les investisseurs concernés bien sûr, mais au-delà également pour les acteurs de marché. La perte de confiance de la part du public qui en résulte atteint en effet ces derniers de manière générale, sans considération de la qualité de l'offre de produits et de services qu'ils déploient. C'est pourquoi l'Association soutient fortement sur le principe les actions qui peuvent être engagées afin de mettre un terme à ces pratiques, ou à tout le moins, les freiner.

Pour autant les enjeux de l'interdiction qui sera posée ne peuvent être suramplifiés. Seules en effet les communications émanant de prestataires de services d'investissement dûment agréés sont concernées alors qu'une très large partie des escroqueries constatées sont le fait de personnes qui ne disposent pas d'un tel agrément, voire même qui ne sont pas établies dans l'Union européenne. Or, alors que « *selon le Parquet de Paris, le montant des pertes estimées sur les sites illégaux de Forex / options binaires et escroqueries par faux ordres de virement est de 4.5 milliards d'euros en France sur six ans* » (*v. Forex, options binaires et arnaques financières en ligne : L'AMF, le Parquet de Paris, la DGCCRF et l'ACPR se mobilisent* », *Communiqué du 31 mars 2016*), ces personnes encourent déjà des sanctions pénales du fait de l'article L. 573-1 du Comofi, y compris en termes de peine d'emprisonnement, qui ne suffisent manifestement pas à les dissuader ...

## Un dispositif dont la raison d'être est de pallier les déficiences d'autorités d'autres États membres

S'agissant d'un dispositif qui s'applique aux PSI, il faut par ailleurs rappeler que leur cadre d'exercice les assujettit à des obligations particulières en termes de connaissance de leurs clients, y compris « *potentiels* », desquelles découlent des obligations d'information spécifiques de ceux-ci.

A tout le moins, s'agissant des contrats en cause, qui par nature ne peuvent être considérés comme non complexes, les PSI sont tenus, dans le cadre des services d'investissement qu'ils fournissent de demander à leurs clients, et notamment à leurs clients potentiels « *des informations sur leurs connaissances et leur expérience en matière d'investissement, pour être en mesure de déterminer si le service ou le produit proposés aux clients ou demandés par ceux-ci leur conviennent* » (Comofi, art. L. 533-13-II). Cette exigence se trouve en outre renforcée en cas de fourniture du service de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille pour compte de tiers : les PSI doivent alors s'enquérir auprès de leurs clients « *de leurs connaissances et de leur expérience en matière d'investissement, ainsi que de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement, de manière à pouvoir leur recommander les instruments financiers adaptés ou gérer leur portefeuille de manière adaptée à leur situation* » (Comofi, art. L. 533-13-I).

Dès lors, l'interdiction que la loi pose, et que le règlement général doit décliner, procède directement en réalité de l'incapacité de l'autorité compétente d'un État membre européen à assurer le respect par un PSI qu'elle a agréé, de ces règles auxquelles est attaché l'exercice du passeport européen.

Certes, l'étude publiée par l'AMF en octobre 2014 concernant les résultats des investisseurs particuliers sur le trading de CFD et de Forex en France a, du point de vue de l'Autorité, « *confirmé (...) le niveau de risque extrêmement élevé de ces modes de trading, peu adaptées à la grande majorité des investisseurs particuliers* ». Compte tenu des obligations précédemment rappelées qui pèsent sur les PSI, on a toutefois du mal à imaginer que cette considération puisse, à elle seule, suffisamment motiver l'adoption du dispositif inséré par l'article L. 533-12-7. Alors que, correctement remplies, ces exigences sont justement destinées à prévenir les situations où un investisseur ne porterait pas (ou ne serait pas en mesure de porter) suffisamment attention aux risques qu'il prend, il ne peut être légitime de décider à sa place qu'il n'aurait pas le droit d'être informé sur la possibilité de prendre certains risques, au motif que l'AMF jugerait ceux-ci inappropriés pour lui.

D'ailleurs, si pour tous les PSI, y compris ceux agissant en France sous le bénéfice du passeport européen, l'AMF avait été l'autorité en charge de sanctionner les manquements constatés aux exigences de l'article L. 533-13, imagine-t-on que la solution aurait été la même ? Il est beaucoup plus probable que les préoccupations qu'il s'agit aujourd'hui de prendre en compte auraient été traitées via un contrôle renforcé par l'Autorité du respect de ces exigences ...

## Des mesures conservatoires qui auraient pu être utilisées plus rapidement

Compte tenu de l'attention portée par l'AMF à la situation créée par l'intervention de prestataires chypriotes, il apparaît d'ailleurs étonnant que l'Autorité ait attendu aussi longtemps pour mettre en œuvre les pouvoirs que lui confère l'article 62-1 de la directive MIF en lui permettant d'interdire à un prestataire donné de fournir ses services sur le territoire français (Interdiction Rodeler Limited). Certes, le dispositif prévoit que l'autorité de l'État d'accueil ne peut intervenir, tout d'abord, qu'après avoir préalablement saisi l'autorité de l'État d'origine d'une violation de son cadre d'exercice par un PSI et, ensuite, que si un comportement « *clairement préjudiciable aux intérêts des investisseurs de l'État membre d'accueil ou au fonctionnement ordonné des marchés* » est poursuivi « *en dépit* » des mesures prises par cette dernière ou « *à raison de leur caractère inadéquat* ». Pour autant, rien n'oblige à ce que ce processus s'étale sur de nombreux mois après l'identification publique du problème, surtout alors que le propre de mesures conservatoires est de permettre de faire face à des situations d'urgence.

En tout état de cause, s'agissant d'acteurs étrangers spécialisés intervenant en LPS sur le sol français comme ceux qui sont au centre de l'attention, l'efficacité de l'interdiction résultant de la mise en œuvre de l'article 62-1 n'est pas moindre que celle permise au titre de l'article L. 533-12-7. Dans l'un et l'autre cas, il s'agit principalement pour l'AMF d'alerter publiquement et sans délai sur les agissements non autorisés de cet acteur. En revanche, la possibilité éventuelle de sanctionner administrativement ou pénalement les manquements constatés ou, pour les personnes lésées, d'en tirer les conséquences civiles (dommages et intérêts) est quasiment inexistante en pratique : outre la mise en œuvre d'un processus qui peut durer de nombreuses années et se heurter à d'importantes difficultés au regard de ce que prévoit le cadre européen, l'obstacle principal est de faire exécuter effectivement la décision de dernier ressort ...

### **La nécessité d'une approche proportionnée**

C'est pour ces raisons que l'AMAFI a milité dès l'origine de la réflexion conduisant à l'insertion de l'article L. 533-12-7 pour une approche proportionnée.

Si comme cela a été déjà indiqué, il est indéniablement utile de restaurer la confiance du public, il ne serait en revanche pas légitime que le non respect par quelques prestataires agréés des règles qui leur sont applicables lorsqu'ils fournissent des produits et services d'investissement, conduise à bloquer généralement les activités exercées par tous les autres conformément aux exigences posées par leur cadre d'exercice. Vouloir prévenir par anticipation toute dérive, y compris celles qui ne se produiront peut-être jamais, ne peut conduire qu'à des blocages inappropriés. Et en tout état de cause, toute limitation de la capacité des PSI à exercer les activités pour lesquelles ils ont été agréés n'est justifiable que parce qu'elle tient compte des pouvoirs dont dispose l'AMF, tant en matière de sanction à l'égard de ceux qui sont sous son contrôle (dans des conditions qui peuvent être extrêmement lourdes maintenant), que des mesures conservatoires que lui reconnaissent les textes européens à l'encontre des autres PSI.

Conformément au souhait de l'Association, un des éléments de cette approche proportionnée a été directement intégré dans la loi. Il s'agit d'assurer que l'information donnée par un prestataire régulièrement agréé au travers de son propre site internet pour décrire et promouvoir son offre de services et de produits d'investissement ne saurait être assimilée à de la publicité électronique, susceptible de relever de l'interdiction prononcée.

Mais au-delà, et comme l'Association l'a rappelé à maintes reprises, il est également important que les contrats « interdits » visés par le RG AMF, d'une part, soient décrits de façon suffisamment précise afin de ne pas englober inopinément d'autres types de produits et, d'autre part, ont trait à des situations de fraude avérée dont le nombre et l'importance justifient une telle interdiction.

De manière générale, l'AMAFI estime que les propositions formulées par l'AMF répondent à cet impératif d'une approche proportionnée. Toutefois, tout en conservant les orientations décrites par l'AMF, l'Association estime nécessaire que les préoccupations exposées ci-dessous soient prises en compte.

### **Une compréhension du dispositif légal qui doit être clairement affirmée par l'AMF ...**

En premier lieu, il est impératif que la signification du dispositif légal fasse l'objet d'une compréhension claire et partagée.

L'article L. 532-12-7 a plusieurs effets :

- Il permet d'abord à l'AMF d'alerter publiquement sur les situations dans laquelle elle estimerait que ses prescriptions ne sont pas respectées, que ces situations concernent des PSI agréés ou des personnes qui apporteraient leur concours à des opérations « interdites » de publicité électronique, de parrainage ou de mécénat ;
- Il permet ensuite d'enclencher l'action publique à l'égard des PSI qui, concernant des contrats « interdits » par le RG AMF se livreraient à des actions de publicité, de mécénat et de parrainage, mais avec l'efficacité très relative déjà décrite s'agissant des PSI étrangers qui sont en cause au premier chef ;

- Il permet également d'enclencher l'action publique à l'égard des personnes qui interviennent dans des opérations « interdites » de publicité électronique, de mécénat ou de parrainage (annonceurs, acheteurs et vendeurs d'espace publicitaire, ...);
- Il permet enfin à l'AMF d'enclencher une procédure de sanction disciplinaire à l'encontre des PSI agréés en France et des CIF qui adresseraient « *directement ou indirectement, par voie électronique, des communications à caractère promotionnel à des clients susceptibles d'être non professionnels, notamment des clients potentiels* » portant sur des contrats interdits.

Pour l'AMAFI, ce dernier effet est celui qui retient le plus l'attention, même s'il ne constitue certainement pas l'enjeu central du dispositif. Pour les PSI agréés en France et les CIF en effet, l'AMF dispose déjà au travers des exigences posés par l'article L. 533-13 du Comofi de la capacité à contrôler et le cas échéant, sanctionner les manquements constatés.

Pour autant, c'est pour les PSI agréés en France et le CIF, que les incertitudes du dispositif peuvent être le plus clairement préjudiciable.

Aussi, et comme l'AMF le fait pour d'autres dispositions légales entrant dans le champ des règles qu'elle est chargée de contrôler, il est important qu'elle apporte certaines précisions. L'enjeu est d'éviter que les PSI agréés en France et les CIF ne deviennent des « victimes collatérales » du nouveau dispositif sans pouvoir anticiper les conditions dans lesquelles les services de contrôle de l'Autorité pourraient analyser certaines situations, et conduire le Collège à leur adresser des lettres de suite, voire à déclencher à leur encontre une notification de griefs.

### L'enjeu particulier des produits de couverture de change

A ce stade, l'AMF prévoit de faire figurer parmi les contrats « interdits » tous ceux dont le sous-jacent est constitué par une devise (*v. aussi infra les observations sur la caractérisation des contrats interdits*).

Ces produits ne peuvent alors faire l'objet de communications à caractère promotionnel adressées par voie électronique à des « *clients susceptibles d'être non professionnels* ». Or la notion de « *clients non professionnels* » est bien plus large que celle de « clients particuliers » ou d'« épargnants », au centre de l'attention du législateur et de l'AMF dans la mise en place de ce dispositif. Mais sans doute parce que ces deux dernières notions étaient dénuées de contenu juridique précis, il est apparu préférable d'utiliser la première, fondée quant à elle sur des critères normés par la loi et le règlement (*Comofi, art. L. 533-16*).

Ce choix conduit toutefois à inclure dans le champ de l'interdiction toutes les personnes qui, soit ne répondent pas aux critères fixés pour être considérées comme un « *client professionnel* », soit n'ont pas accepté d'être traitées comme tel, considérant que cela amoindrirait les protections dont le PSI est redevable envers elles. En pratique donc, l'interdiction s'applique alors à l'égard, non seulement de personnes physiques, mais également d'entreprises, parmi lesquelles certaines peuvent d'ailleurs être considérées par la réglementation comme des clients professionnels par nature ...

De telles personnes, compte tenu des besoins que crée leur activité professionnelle, peuvent avoir alors un intérêt manifeste à se voir proposer un produit de couverture « interdit », et notamment un produit de couverture de change. Certes, il pourrait être considéré que cette préoccupation est déjà suffisamment prise en compte :

- D'une part, parce que l'interdiction ne visant que les communications électroniques, il est toujours possible de faire de telles propositions par courrier ou par téléphone ;
- D'autre part, parce qu'un « client non professionnel » a toujours la possibilité de demander à être considéré comme un « client professionnel » s'il le souhaite.



Au regard de la souplesse et de la rapidité permises par la communication électronique, tant pour le fournisseur du produit que pour le client, il ne peut toutefois être estimé que l'utilisation du téléphone ou du courrier constituerait une alternative crédible à la voie électronique. La voie du classement en tant que « client professionnel » n'est pas plus appropriée : outre que pour les clients qui ne sont pas professionnels par nature – y compris les entités qui ne remplissent pas les conditions fixées à l'article D. 533-11, 2 du Comofi –, il n'est pas nécessairement sans risque pour le PSI d'accepter une telle demande, il serait pour le moins paradoxal que la mise en œuvre d'un dispositif dont la finalité est de protéger les clients, doive conduire certains d'entre eux, pour bénéficier d'une offre de service aussi adaptée que possible à leurs besoins, à passer par l'acceptation d'un statut restreignant les protections qui leur sont dues.

Cette préoccupation ne concerne d'ailleurs pas seulement des « entreprises ». Dans certains cas très particuliers, elle peut aussi concerner des investisseurs individuels, comme par exemple des travailleurs frontaliers dont le salaire est versé dans une autre devise que celle du pays où ont lieu la plupart de leurs dépenses ...

Par rapport à l'enjeu que représente la capacité des PSI à pouvoir proposer des solutions en matière de couverture de change, il faut certes prendre en compte qu'en tout état de cause, les produits définis par le RG AMF ne peuvent être interdits que pour autant qu'ils répondent à l'une des trois caractéristiques définies par l'article 532-12-7. Or, s'il semble que la plupart des produits concernés ne peuvent remplir les deux premiers critères (« *Le risque maximal n'est pas connu au moment de la souscription* » et « *Le risque de perte est supérieur au montant de l'apport financier initial* »), la question peut également se poser en ce qui concerne le troisième critère (« *Le risque de perte rapporté aux avantages éventuels correspondants n'est pas raisonnablement compréhensible au regard de la nature particulière du contrat financier proposé* »). Peut-on considérer que le fait de proposer un produit répondant à un besoin de couverture pourrait suffire à rendre ses avantages suffisamment compréhensibles ?

Il est alors nécessaire que cette question soit clairement traitée que l'AMF car à défaut, l'AMAFI considère qu'une interdiction générale portant sur tous les produits ayant un sous-jacent devise risque de comporter de graves inconvénients, sans comparaison avec les intérêts qu'il s'agit de protéger, surtout alors que sont clairement visés les options binaires et CFD.

### **Mais d'autres points de clarification sont également nécessaires**

Si la question des couvertures de change est évidemment centrale, d'autres aspects du dispositif doivent par ailleurs être clarifiés. A ce stade, l'Association identifie les points suivants sur lesquels elle estime que les orientations suivantes devraient prévaloir :

- Les « *informations publiées* » sur le site internet du PSI ou du CIF pour lesquelles l'interdiction ne s'applique pas, appréhende tout le contenu du site internet, quelle que soit la forme sous laquelle l'information en cause apparaît.

Il est évident toutefois que les informations en cause ne sont que des informations propres au prestataire, et certainement pas des informations concernant d'autres prestataires figurant sur son site, par exemple sous la forme d'une bannière publicitaire (même si cette situation est peu probable).

- Une communication ne peut être dite « *indirecte* », et donc « interdite », si elle conduit à promouvoir des services ou des produits sans lien suffisamment reconnaissable avec des contrats « interdits ».

Par exemple, une communication qui ferait la promotion d'un prestataire de manière générale ne peut être considérée comme entrant dans ce cadre, quand bien même il serait largement connu que cet intervenant est particulièrement actif sur des contrats « interdits » ou « proches » de ceux-ci. Une telle interprétation serait d'ailleurs probablement inconstitutionnelle puisqu'elle reviendrait à interdire de recours à la publicité les prestataires spécialisés.

- Une communication portant sur un contrat « interdit » adressée à un client en réponse à une demande de sa part (même formulée généralement) ne peut remplir les conditions posées, et cela même si elle est accompagnée d'un document qui, dans d'autres circonstances, serait considéré de nature promotionnelle.

Le client étant à l'initiative de la démarche, il ne peut être légitime comme déjà exposé, de décider à sa place qu'il n'aurait pas le droit d'être informé sur la possibilité de prendre certains risques, surtout alors que l'AMF a la capacité de contrôler que le prestataire a rempli les obligations qui résultent de l'article L. 533-13.

### Une doctrine AMF qui doit être précisée au terme d'une concertation avec les professionnels

L'AMAFI souhaite donc que l'AMF publie instrument de doctrine de, qui pour les PSI agréés en France et les CIF, clarifiera l'interprétation que l'AMF fait de l'article L. 533-12-7 (sous réserve de ce que pourront décider par ailleurs les tribunaux éventuellement saisis de cette question). Aucune ambiguïté ne doit subsister sur la façon dont ses services pourront apprécier les situations qu'ils auront à examiner.

Pour cela, l'Association souhaite que soit mis à profit les quelques semaines qui doivent précéder la publication de la loi Sapin 2, pour engager une concertation approfondie avec les professionnels pour identifier les diverses problématiques en cause et préciser les réponses à apporter.

Cette concertation pourra d'ailleurs être également l'occasion de faire le point sur certains autres aspects soulevés par l'Association (v. aussi infra les considérations sur les contrats économiquement équivalents ou le dimensionnement de l'effet de levier).

### La nécessité d'une caractérisation précise des contrats « interdits » ...

La proposition de l'AMF consiste à interdire les « *contrats d'options binaires* » ainsi que les « *contrats financiers avec paiement d'un différentiel (CFD)* ».

Toutefois, si les praticiens des marchés peuvent déterminer aisément les produits en cause, ce n'est pas le plus souvent le cas du public en général et plus particulièrement, des personnes qui tombent sous le coup des articles L. 222-16-1 et 2 du Code de la consommation que la loi devrait introduire. Or, pour assurer toute son efficacité au dispositif, et alors que l'enjeu est celui de la protection de l'épargne, il est indispensable que tout un chacun puisse aussi facilement que possible identifier les contrats « interdits ». En tout état de cause, il ne peut être approprié d'employer, dans un texte national à valeur réglementaire, la terminologie CFD qui, bien qu'usuellement utilisée, est une terminologie de langue anglaise.

Pour cette raison, une définition compréhensive des contrats visés doit être employée.

- Une option binaire est un contrat qui donne le droit, selon que la condition fixée se réalise ou non, à la date d'expiration du contrat, soit à un gain prédéterminé, soit à la perte totale de l'investissement ;
- Un contrat financier avec paiement d'un différentiel est un contrat qui donne le droit de percevoir l'écart entre le prix d'un actif ou d'un ensemble d'actifs sous-jacents à la date de conclusion du contrat et son prix à la date d'exercice en permettant que le client puisse être engagé à payer un montant supérieur à son investissement initial.

Par ailleurs, et sous réserve de ce qui a été indiqué précédemment concernant les produits de couverture de change, les raisons pour lesquelles les termes « *marché des changes* », « *marché des devises* » et « *Forex* » sont simultanément utilisés apparaissant d'autant moins clairement qu'ils recouvrent la même réalité, celle de contrats dont le sous-jacent est une devise ou un ensemble de devises. C'est donc ainsi que ces contrats doivent être caractérisés.

### ... qui rend sans utilité le visa des contrats « économiquement équivalents »

On comprend qu'en visant les contrats « économiquement équivalents », l'AMF entend se prémunir contre toute velléité de contournement. Celles-ci deviennent toutefois impossibles dès lors que les contrats « interdits » sont définis compréhensivement. Il est toujours possible de « débaptiser » une option binaire pour la commercialiser sous le nom de « Option X » tout en lui donnant les mêmes effets. Il est en revanche impossible, quel que soit le nom qui lui soit donné, de commercialiser électroniquement « un contrat qui donne le droit, selon que la condition fixée se réalise ou non, à la date d'expiration du contrat, soit à un gain prédéterminé, soit à la perte totale de l'investissement ».

En tout état de cause, surtout dans le cadre d'un texte réglementaire, un contrat ne pourra être considéré comme « économiquement équivalent » que s'il présente les mêmes effets, et donc les mêmes caractéristiques juridiques, que le contrat visé.

Cette notion de contrats « économiquement équivalents » doit donc être supprimée. Son maintien ne pourrait que créer une incertitude fortement préjudiciable et incompréhensible sur le champ des contrats que l'AMF souhaite appréhender.

### Un dimensionnement de l'effet de levier qui nécessite réflexion

Tout d'abord, la notion d'effet de levier ne peut pas être conçue que négativement, elle peut aussi jouer au profit du client. Or, dans le cadre du dispositif ici envisagé seul le risque de perte supporté par le client est à prendre en compte.

Au-delà, la limitation à cinq de l'effet de levier a été posée par référence directe au taux de couverture imposé pour les opérations SRD comme l'indique le document de consultation. Cette assimilation prête toutefois à discussion.

Le taux de couverture applicable au SRD, directement calqué sur celui existant précédemment sur le marché à règlement mensuel, procède en effet d'une logique particulière, reconnue par la jurisprudence : il s'agit de protéger le prestataire contre le risque de marché qu'il supporte si son client n'est pas en mesure de remplir son obligation de règlement ou de livraison à l'échéance de l'opération. Or, rien de tel ici, la logique est une logique de protection du client, appliquée qui plus est à des contrats financiers dont l'un des intérêts est justement de pouvoir bénéficier d'un effet de levier.

Si l'enjeu de protection des clients ne peut être négligé, il est toutefois aussi important que le dispositif soit aussi précisément que possible dimensionné pour que les prestataires placés sous l'autorité de l'AMF ne soient pas les « victimes collatérales » d'un dispositif conçu pour d'autres ...

Sur ce point, l'AMAFI souhaite poursuivre la réflexion avec l'AMF.

## PROPOSITION DE MODIFICATION

Dans ce cadre, compte tenu des préoccupations précédemment exprimées, l'AMAFI propose certaines modifications de la disposition du RG AMF mise en consultation. De son point de vue, cette rédaction atteint le résultat souhaité par l'AMF tout en supprimant certaines incertitudes non souhaitables. En tout état de cause, cette proposition est étroitement liée à la nécessité que l'Association a soulignée d'un instrument de doctrine exposant l'interprétation que l'AMF fait du dispositif légal en ce qui concerne les prestataires placés sous son autorité, et tout particulièrement en matière d'opérations de couverture.

« Sont interdites, en application de l'article L. 533-12-8 du code monétaire et financier, les communications à caractère promotionnel adressées, directement ou indirectement, par voie électronique à des clients susceptibles d'être non professionnels, notamment des clients



potentiels, ① qui portent sur des ② contrats financiers présentant l'une des caractéristiques suivantes ③ :

- Ils donnent le droit, selon que la condition fixée se réalise ou non, à la date d'expiration du contrat, soit à un gain prédéterminé, soit à la perte totale de l'investissement ④ ;
- Ils donnent le droit de percevoir l'écart entre le prix d'un actif ou d'un ensemble d'actifs sous-jacents à la date de conclusion du contrat et son prix à la date d'exercice en permettant que le client puisse être engagé à payer un montant supérieur à X fois son investissement initial ⑤ ⑥ ;
- Ils ont pour sous-jacent une devise ou un ensemble de devises ⑦ ⑧ . »

Ces propositions appellent les commentaires suivants :

- ① Il n'est pas opportun de reprendre au travers des seuls termes « *communications à caractère promotionnel* » une partie seulement du champ d'application défini par la loi. Pour éviter toute ambiguïté notamment de la part du public, doivent être également repris les autres éléments qui le délimitent.
- ② Modification de cohérence rédactionnelle.
- ③ Pour mettre en évidence le caractère alternatif des conditions posées sans recourir au « *ou* ».
- ④ Comme précédemment énoncé, formulation compréhensive des options binaires.
- ⑤ Comme précédemment énoncé, formulation compréhensive des CFD.
- ⑥ Dimensionnement de l'effet de levier à préciser.
- ⑦ Sous réserve des observations déjà formulées concernant les produits de couverture de change, exclusion des contrats ayant un sous-jacent devise. S'il est proposé d'inclure également les contrats ayant pour sous-jacent un ensemble de devises, il est néanmoins souligné que cette précision présente un caractère superfétatoire : un « ensemble de devises » comporte nécessairement « une » devise ...
- ⑧ Comme précédemment énoncé, suppression des contrats ayant un effet économiquement équivalent.

