

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 2003-01



Els PONNET

**La réforme des marchés financiers, le point de
vue des banques**

January 2003

WP 2003-01

Els PONNET

**La réforme des marchés financiers
Le point de vue des banques**

Abstract

The Act of August 2, 2002 on the supervision of the financial sector and the financial services fundamentally reforms the organisation and supervision of the Belgian secondary markets for financial instruments. The Act is inspired by the recommendations on the reform of the European securities markets formulated by the Committee of Wise Men presided by Mr. Lamfalussy; it anticipates on the implementation of the EU Market Abuse Directive and modernises the conduct of business rules for financial intermediaries.

The present paper focuses on the innovations in the Act, which will have an impact on the activities of Belgian credit institutions within a purely Belgian context and a wider European context. Critical remarks are made on the new supervisory regime for secondary markets and alternative trading systems, the framework for in-house order matching, the new conduct of business rules for financial intermediaries and the administrative regime for market abuse. The author concludes by welcoming the new rulemaking process regarding conduct of business providing for an open consultation procedure involving the financial sector.

To be published in

Revue Pratique des Sociétés



LA REFORME DES MARCHES FINANCIERS

LE POINT DE VUE DES BANQUES

CHAPITRE I. INTRODUCTION

1. La présente contribution¹ a pour objet de développer un certain nombre de thèmes qui concernent la réforme des marchés financiers telle qu'elle résulte de la Loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers² et qui auront un impact sur les activités des établissements de crédit belges dans un contexte belge et plus largement dans un contexte européen. Nous n'aborderons pas le volet institutionnel de la réforme, ni les aspects de la réforme qui ont trait aux sociétés cotées en bourse.

CHAPITRE II. APPRECIATION DE LA REFORME

Section I. Délimitation des aspects contractuels et réglementaires du contrôle sur les marchés réglementés

A. Nouveau cadre légal

2. La privatisation des bourses de valeurs mobilières nécessitait une révision des missions de surveillance relevant de l'ordre public dans ce domaine. C'est pourquoi le législateur a basé la nouvelle architecture de surveillance sur la nature des règles à contrôler. La définition, le contrôle du respect et la sanction des règles de marché qui sont de nature contractuelle et lient les membres du marché, incombent désormais aux entreprises de marché. La surveillance du respect des dispositions de l'ordre public est désormais confiée à la Commission bancaire et financière (ci-après, la CBF).

3. Cette réforme devrait incontestablement contribuer à un renforcement de la confiance dans les marchés de valeurs mobilières belges et de la crédibilité de la surveillance. Le maintien d'une instance de surveillance (autorité de marché) en tant qu'organe de droit administratif indépendant et d'un pouvoir disciplinaire au sein d'une société commerciale se heurtait à la défiance des intermédiaires financiers et des autorités étrangères³. En ce qui concerne plus particulièrement le projet Euronext, cette réforme contribue à l'harmonisation de la réglementation et de la structure de surveillance pour les quatre juridictions Euronext.

¹ Cette contribution est rédigée à titre personnel et n'engage en aucune manière Fortis Banque sa-nv.

² *M.B.*, 4 septembre 2002, pp. 39.121 à 39.173 (ci-après, « Loi du 2 août 2002»). L'entrée en vigueur de cette loi est fixée par arrêté royal. A part quelques exceptions, les dispositions de la Loi du 2 août 2002 commentées dans cette contribution ne sont pas encore entrées en vigueur.

³ Pour une analyse critique de la réforme de 1995 voy. E. WYMEERSCH, "Enkele knelpunten in de hervorming van het toezicht op het effectenwezen", *Rev. Banq.*, 1996, pp. 340-345.



B. Réflexions critiques

4. En ce qui concerne cette réforme des marchés, il convient de formuler les remarques suivantes :

(i) Les procédures et sanctions prévues pour contrôler le respect des règles de marché et pour réprimer les infractions seront bientôt reprises dans le Chapitre 9 du Livre I des règles de marché (*Rule Book*) d'Euronext⁴. Les négociations menées avec les membres sur ce chapitre ont démontré que la ligne de séparation entre le domaine contractuel et le domaine du droit administratif n'est pas toujours aussi clairement marquée. En cas de violation d'une règle spécifique, les règles de marché prévoient une clause pénale qui renvoie à une échelle comportant des montants fixes déterminés en fonction de la nature de l'infraction. En cas de préjudice porté à la réputation d'Euronext en tant que société commerciale et marché réglementé ou à l'intégrité et la sécurité du marché qui s'avèrerait sensiblement supérieur aux montants fixes relevant de cette clause pénale, Euronext pourra demander des dommages et intérêts pour le préjudice réellement subi.

Un droit à des dommages et intérêts s'inscrivant dans un contexte contractuel nous semble justifié pour autant qu'il soit établi que l'intérêt commercial d'Euronext ait été atteint. Il appartient à la CBF et non à Euronext de veiller à la préservation de l'intérêt général, notamment l'intégrité et la sécurité du marché réglementé et, lorsque cela s'avère nécessaire, de prendre les sanctions administratives qui conviennent.

(ii) Les règles de marché d'Euronext contiennent des règles de conduite en matière d'intégrité, de pratique honnête et d'interdiction de manipulation des cours⁵. Ainsi, ces règles interdisent entre autre le groupement et la compensation (une forme d'internalisation) des ordres des clients⁶. Ces obligations et dispositions d'interdiction chevauchent les règles de conduite légales que surveille la CBF et qui s'appliquent à tout intermédiaire financier indépendamment du fait de savoir si cette personne est membre ou non d'Euronext. Par leur nature, les règles de conduite servent un intérêt général plus large, comme la protection de l'investisseur et l'intégrité du marché. Ces règles suscitent dès lors des interrogations dans un contexte contractuel. Le maintien de règles de conduite dans les règles de marché d'Euronext implique, en cas de violation, un cumul systématique potentiel de sanctions contractuelles et administratives.

(iii) Etant donné que les règles de marché ne lient que les membres d'Euronext, nous craignons également que des règles de conduite particulièrement divergentes soient imposées par le marché à ses membres, alors que les non-membres peuvent éventuellement bénéficier d'un régime plus libéral. Nous visons, en particulier, la règle de marché existante en matière d'interdiction de la compensation pour des instruments financiers négociés sur Euronext. Nous regrettons qu'en cette matière, la Loi du 2 août 2002 habilite les entreprises de marché à déterminer des règles plus précises en matière d'internalisation, en exécution d'un arrêté royal qui doit encore être pris⁷. Selon nous, il n'appartient pas à l'entreprise de marché d'un marché réglementé d'établir pour ses membres des règles qui concernent des opérations effectuées hors du marché réglementé.

⁴ Le Livre I des règles de marché d'Euronext contient les règles harmonisées pour toutes les places financières participant dans le projet Euronext. Le *Rule Book* a été approuvé par arrêté ministériel du 29 mai 2001 (*M.B.*, 8 juin 2001). Les modifications apportées aux règles de marché ont été approuvées le 6 septembre 2001 (*M.B.*, 21 septembre 2001).

⁵ Règles de marché d'Euronext, Livre I, Chapitre 3.

⁶ Règles de marché d'Euronext, Livre I, Chapitre 3, règles 3005/1 et 3005/2.

⁷ Art. 5, § 1, 5°, L. 2 août 2002.



Section II. Réglementation fonctionnelle et démantèlement des monopoles boursiers⁸

A. Marchés réglementés et systèmes de négociation alternatifs

5. Le législateur n'a pas ignoré l'évolution qu'ont connue les marchés de valeurs mobilières où les bourses de valeurs mobilières classiques doivent céder du terrain à d'autres marchés organisés et d'autres systèmes de négociation alternatifs (en anglais des *Alternative Trading Systems* ou ATS) qui présentent des similitudes avec les bourses en termes de fonctionnalité.

6. Le législateur opte pour une approche fonctionnelle⁹ de cette évolution rejoignant les lignes de forces esquissées par la Commission européenne en faveur d'une révision de la Directive sur les services d'investissement (ci-après, DSI)¹⁰. Le but poursuivi consiste à permettre que certaines règles applicables aux marchés réglementés puissent être étendues aux ATS afin de créer ainsi un même niveau d'exigences entre des systèmes de négociation comparables. Par arrêté royal, l'organisation de ces marchés peut être réservée à des entreprises de marché agréées ou à des établissements de crédit et entreprises d'investissement belges ou de l'Espace économique européen. Le Roi devra, au cas où il interviendrait, laisser aux opérateurs de marché le droit de choisir de travailler sous l'un ou l'autre statut.

B. Obligation de centralisation

7. L'abrogation de l'obligation de centralisation ou de concentration par la Loi du 2 août 2002 (avec cette réserve que le Roi est habilité à réintroduire cette obligation) s'inscrit également dans la tendance au démantèlement du monopole boursier. Le maintien ou non de l'option d'une obligation de centralisation constitue l'un des plus importants points de discussion s'inscrivant dans le cadre de la révision de la DSI. La Commission européenne ne laisse aucun doute quant au fait que l'obligation de centralisation ne peut être maintenue¹¹. En effet, l'abolition de l'obligation de centralisation fait partie d'une politique souhaitant favoriser la création d'un *level playing field* et d'une saine concurrence entre les marchés réglementés et les autres systèmes de négociation. Cette position est à mettre en parallèle avec l'idée selon laquelle la protection de l'investisseur est mieux assurée par un renforcement de la règle de *best execution*.

C. Internalisation

8. Le législateur a traité le thème de l'internalisation ou *in-house matching* sous les règles de conduite. L'internalisation peut alors constituer un mode d'exécution alternatif d'ordres à l'extérieur du marché réglementé mais il ressort de l'approche adoptée par le législateur qu'il ne s'agit pas d'un système de négociation qui est comparable en termes de fonctionnalité à un marché réglementé¹².

9. La Loi du 2 août 2002 aborde ce thème de manière scindée.

Pour ce qui concerne les opérations de contrepartie (c'est-à-dire les opérations où les ordres des clients sont exécutés contre la position propre de l'intermédiaire), il est prévu qu'en cas d'abolition de

⁸ Pour un commentaire exhaustif sur l'organisation et la surveillance des marchés secondaires belges d'instruments financiers, nous renvoyons à la contribution d' A. Van Cauwenberge dans ce numéro spécial.

⁹ Voy. l'art. 15, L. 2 août 2002.

¹⁰ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil du 19 novembre 2002 concernant les services d'investissement et les marchés réglementés, et modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil, ainsi que la Directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil, COM(2002) 625, p. 21 et p. 42, considérant 6 (ci-après, la «Proposition de directive révision DSI»). Le texte de la Proposition de directive révision DSI est disponible sur le site web de la Commission européenne : http://www.europe.eu.int/comm/internal_market. Voy. sur le même site aussi : « Révision de la directive concernant les services d'investissement (93/22/CEE - DSI) Deuxième consultation. Note de synthèse », mars 2002, p. 10 et s. Notons que la Proposition de directive révision DSI utilise le concept de *Multilateral Trading Facilities* (MTF) au lieu d'*Alternative Trading Systems* (ATS).

¹¹ Proposition de directive révision DSI, p. 15.

¹² Voy. à cet égard aussi la Proposition de directive révision DSI, p. 16.



l'obligation de centralisation ou en cas de réintroduction de l'obligation de centralisation mais où l'investisseur renonce explicitement à une exécution sur le marché réglementé, l'intermédiaire ne peut se porter contrepartie de l'investisseur qu'après communication préalable à l'investisseur. Cette règle correspond au régime en vigueur jusqu'à présent¹³.

Pour ce qui concerne les opérations de compensation (c'est-à-dire l'exécution d'ordres de clients l'un par rapport à l'autre), la Loi du 2 août 2002 maintient l'interdiction existante de compensation pour des instruments financiers autorisés à la négociation sur un marché réglementé belge¹⁴, étant entendu que par arrêté royal, la compensation d'ordres de clients pourrait être autorisée sous des conditions qui garantissent le respect du principe de *best execution*, de gestion adaptée des conflits d'intérêts et de publicité adéquate des transactions effectuées¹⁵.

D. Réflexions critiques

10. Dans la lignée des choix fondamentaux retenus par le législateur, l'obligation de centralisation doit être supprimée. L'article 11 de la Loi du 2 août 2002 doit dès lors entrer en vigueur sans délai. L'abolition de l'obligation de centralisation doit également s'accompagner de la suppression de l'interdiction de compensation pour des ordres de clients et de la prévision d'un cadre adapté à l'internalisation.

11. Bien que nous soyons en principe d'accord avec l'approche fonctionnelle des ATS et autres marchés organisés, il faut cependant éviter que cette approche conduise à rendre économiquement invivables des initiatives innovatrices.

Par ailleurs, il convient, lors de l'élaboration et de l'introduction d'un cadre réglementaire, d'assurer une harmonisation en termes de calendrier et de contenu avec les autres Etats membres de l'Union européenne. Un *level playing field* européen exige, en effet, que les normes CESR¹⁶ applicables en la matière soient converties de manière égale dans les divers Etats membres¹⁷. Il semble, en outre, indiqué d'attendre une position commune sur la proposition de directive relative à la révision de la DSI.

12. Lors de l'élaboration d'un cadre réglementaire pour l'internalisation, on doit se garder d'imposer de nouvelles règles de conduite qui menaceraient de singulariser la position des intermédiaires financiers actifs en Belgique. Des règles européennes harmonisées sont également nécessaires pour l'internalisation. La proposition de directive de la Commission européenne établit les lignes de force d'une réglementation adaptée en matière d'internalisation et renvoie à la procédure de comitologie pour l'élaboration des règles d'exécution détaillées. L'accent est posé ici sur des règles renforcées en matière de *best execution*, de gestion des conflits d'intérêts et de prompt exécution des ordres de clients (*order handling rules*). La Loi du 2 août 2002 précise de telles exigences en cas d'opérations de compensation mais ne les mentionne pas explicitement en cas d'opérations de contrepartie, bien que ces dernières conviennent le plus à l'internalisation et risquent de poser des conflits d'intérêts accrus.

La discussion sur les obligations de transparence – et principalement sur les obligations de transparence pré-négociation – pour les intermédiaires financiers qui internalisent reste brûlante¹⁸. Dès lors, il ne nous semble pas souhaitable d'intervenir de manière réglementaire en matière de

¹³ Art. 37, al. 2 et art. 38, al. 1 de la Loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, aux entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires financiers et conseillers en placements, *M.B.*, 3 juin 1995 (ci-après, la « Loi du 6 avril 1995 »).

¹⁴ Art. 38, al. 2, L. 6 avril 1995.

¹⁵ Art. 26, 12°, b, L. 2 août 2002.

¹⁶ Committee of European Securities Regulators (Comité Européen des Régulateurs de Valeurs Mobilières – CERVM).

¹⁷ CESR, *Standards for alternative trading systems*, CESR/02-086b, 8 juillet 2002, <http://www.europefesco.org>.

¹⁸ La Fédération bancaire européenne (FBE) – à l'exception de la fédération bancaire italienne et française – s'est opposée à toute obligation de transparence pré-négociation pour les intermédiaires à l'occasion de la deuxième tour de consultation sur la révision de la DSI : voy. FBE, *Statement on the revised investment services document*, 14 juillet 2002, http://www.fbe.be/downloads/publications/01_DOCUMENTS/ISD%20Position.pdf; voy. aussi la première réaction de la FBE sur la Proposition de directive révision DSI, http://www.fbe.be/downloads/publications/04_PRESS%20RELEASES/ISD_19_Nov.pdf.



transparence avant que la discussion sur ce thème ne soit réglée au niveau européen. La proposition de directive vise à cet égard l'imposition d'obligations de transparence pré-négociation sous la forme d'une règle d'affichage des ordres limités passés par les clients (*limit order display rule*)¹⁹ et d'une règle d'affichage des cotations pour les ordres de détail²⁰ en actions liquides admises aux négociations sur un marché réglementé (*quote disclosure rule*)²¹. Quant aux obligations d'affichage post-négociation en cas d'internalisation, la proposition de directive prévoit que l'intermédiaire communique immédiatement le volume, le prix et le moment de l'opération soit à un marché réglementé sur lequel l'instrument financier est négocié, soit via un *data vendor* ou un système propre pour autant qu'il puisse être immédiatement et aisément accessible à des participants tiers du marché²². Une publication différée des transactions sera prévu pour les ordres de taille importante et les ordres en valeurs peu liquides²³.

Section III. Règles de conduite actualisées

A. Encadrement juridique

13. L'article 26 de la Loi du 2 août 2002 a pour objectif d'actualiser et de renforcer les règles de conduite telles qu'elles sont à présent définies dans l'article 36 de la Loi du 6 avril 1995. Cet exercice est dicté par un souci, sur le plan européen, de renforcer l'intégrité des marchés et s'appuie sur les travaux du CESR en matière de règles de conduite²⁴ et sur les travaux de la Commission européenne en ce qui concerne la révision de la DSI²⁵.

14. Le contrôle du respect des règles de conduite est centralisé auprès de la CBF²⁶.

15. La Loi du 2 août 2002 octroie des pouvoirs d'investigation étendus à la CBF : à l'égard des intermédiaires, elle dispose notamment du pouvoir de se faire communiquer toute information et tout document, y compris sur les relations entre l'intermédiaire et un client déterminé²⁷.

16. La CBF peut admettre des dérogations individuelles aux règles d'application prises en exécution des règles de conduites générales lorsque des règles d'application ne seraient pas adaptées à une situation concrète ou l'intermédiaire aurait pris des mesures alternatives²⁸. En outre, la CBF peut par règlement déterminer les conditions sous lesquelles certaines pratiques courantes ne s'opposent pas

¹⁹ Sauf si le client donne expressément l'instruction contraire, les entreprises d'investissement sont tenues, dans le cas d'un ordre limité qui est passé par un client et qui ne peut être exécuté sans délai dans les conditions prévalant sur le marché, de prendre des mesures à faciliter l'exécution la plus rapide possible de cet ordre, en rendant les conditions immédiatement publique sous une forme aisément accessible aux autres participants du marché. Dans le cas d'ordres limités portant sur un volume inhabituellement élevé, une possibilité de dérogation à la règle de publication est prévue. Voy. art. 20, § 4, Proposition de directive révision DSI, p. 68.

²⁰ Ces ordres sont définis comme des ordres d'une taille standard d'actions normalement négociée par un investisseur individuel non professionnel (art. 25, § 1, al. 1, Proposition de directive révision DSI, p. 72).

²¹ La proposition limite cette obligation d'affichage aux entreprises d'investissement qui ont une activité de teneur de marché importante dans l'action (les actions) en question (art. 25, § 2, Proposition de directive révision DSI, p. 72). En vertu de l'article 25, § 3 de la proposition les Etats membres sont tenus de veiller à ce que les prix à l'offre et à la demande affichés soient rendus publics de telle manière qu'ils soient facilement accessibles aux autres intervenants de marché, fournis gratuitement et cela de manière régulière et continue pendant les heures normales de négociation (art. 25, § 3, Proposition de directive révision DSI, p. 72). Sur les moyens de publication : voy. art. 25, § 4, Proposition de directive révision DSI, p. 73.

²² Art. 26, § 1 et § 3, Proposition de directive révision DSI, p. 73.

²³ Art. 26, § 2, Proposition de directive révision DSI, p. 73.

²⁴ CESR, *A European regime of investor protection : The harmonisation of conduct of business rules*, CESR/01-014d, 9 avril 2002, <http://www.europefesco.org> (ci-après, « CESR COB »).

²⁵ « Révision de la directive concernant les services d'investissement (93/22/CEE - DSI). Deuxième consultation. Des orientations modifiées », mars 2002, p. 16 et s.

²⁶ Art. 30, L. 2 août 2002.

²⁷ Art. 34, 1^o, L. 2 août 2002.

²⁸ Art. 30, 1^o, L. 2 août 2002.



aux dispositions d'interdiction en matière d'abus de marché ou aux règles de conduite (appelées *safe harbours*)²⁹.

B. Entrée en vigueur et mise en exécution

17. A l'occasion des consultations sur la Loi du 2 août 2002, le secteur bancaire a particulièrement insisté sur le fait que, lors de la fixation de la date d'entrée en vigueur des règles de conduite prescrites par les articles 26 et 27 et lors de la prise des mesures d'exécution, il soit tenu compte de l'état d'avancement de l'harmonisation des règles de conduite concernées au sein de l'Union européenne. Cette préoccupation a trouvé écho dans l'article 28, § 2 de la Loi du 2 août 2002³⁰.

18. Le calendrier d'entrée en vigueur des règles de conduite et de leur mesures d'exécution constitue un exercice d'équilibre périlleux. Le secteur se montre particulièrement préoccupé d'assurer un *level playing field* au niveau européen. Il est indispensable bien qu'insuffisant d'assurer une approche commune entre les Etats membres de l'Union européenne pour ce qui concerne le processus de mise en œuvre des normes CESR. Un consensus européen sur la révision de l'article 11 de la DSI et les mesures prises par la Commission européenne en exécution de cet article nous semble une condition nécessaire à l'entrée en vigueur et à l'exécution des règles de conduite. Il est manifestement de l'intention de la Commission européenne de parvenir à des règles de conduite harmonisées pour tous les Etats membres de l'Union européenne. Une mise en œuvre précipitée des règles de conduite conduira inmanquablement à une législation de «réparation». Les conséquences ne seront pas seulement théoriques : les frais de *compliance* et le risque pour la réputation des intermédiaires financiers peuvent être énormes.

19. L'entrée en vigueur des règles de conduite légales et celle des arrêtés d'exécution doivent, en outre, aller de pair. Ainsi nous escomptons que, par arrêté royal pris en exécution de l'article 28, § 1 de la Loi du 2 août 2002, les règles d'application prises en exécution de l'article 26 se différencient en fonction (i) des services d'investissement offerts à des investisseurs professionnels ou non; (ii) du type de services offerts (p.ex., la simple transmission et l'exécution d'ordres (*execution only*) par rapport à des conseils en placements); (iii) du caractère transfrontalier ou non et du mode de fourniture du service (p.ex., via internet ou autrement)³¹. Un régime particulier consistant en une application limitée des règles de conduite devra également être prévu par arrêté royal au cas où l'intermédiaire financier traite pour son propre compte avec des contreparties professionnelles³².

²⁹ Art. 30, 2°, L. 2 août 2002. Voy. *infra* Section IV.

³⁰ Projet de Loi relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, Exposé des motifs, *Doc. parl.*, Ch. Repr., 4^{ème} sess. 2001-2002, n^{os} 1842/001 et 1443/001, p. 43. A cet égard, il est précisé dans l'exposé des motifs qu'il y a lieu « d'éviter toute entrée en vigueur prématurée de certaines dispositions pour lesquelles des développements limités en droit européen pourraient encore être entendus ».

³¹ Art. 28, § 1, 3°, L. 2 août 2002.

³² Art. 28, § 1, 4°, L. 2 août 2002.



C. Analyse des règles de conduite

1) **Champ d'application**

20. Le champ d'application *ratione personae* des règles de conduite actualisées est étendu aux "intermédiaires financiers" tels que définis dans la Loi du 2 août 2002, notamment toutes les personnes qui ont pour activité habituelle de fournir des services d'investissement à titre professionnel³³.

21. *Ratione materiae*, le champ d'application s'étend désormais à l'offre de services d'investissement, y compris l'exécution d'opérations en instruments financiers.

22. Pour la définition du concept de service d'investissement, l'article 2, 8° de la Loi du 2 août 2002 fait référence à l'article 46, 1° de la Loi du 6 avril 1995. La liste des services d'investissement peut être étendue par arrêté royal. Cette possibilité d'extension permet notamment de placer sous cette définition certains services auxiliaires. Nous pensons en particulier aux conseils en placements.

2) **Application différenciée des règles de conduite**

23. La liste des règles de conduite de l'article 26 de la Loi du 2 août 2002 ne fait pas de distinction d'application entre des services d'investissement fournis à des investisseurs professionnels et des services d'investissement fournis à des investisseurs nommés *retail*. L'article 28, § 1, 1° prévoit, par contre, la possibilité d'établir, par arrêté royal pris sur avis de la CBF et après consultation ouverte du secteur, des règles d'application différentes pour les règles de conduite en fonction du caractère professionnel ou non professionnel de l'investisseur. Les investisseurs professionnels correspondront aux catégories arrêtées par le Roi « comme étant censées avoir les connaissances et expérience nécessaires en matière de placements en instruments financiers pour prendre leurs propres décisions d'investissement et mesurer les risques y afférents »³⁴.

2.1. Classification : investisseurs professionnels contre investisseurs *retail*

24. Une interprétation uniforme des définitions d'investisseur professionnel et *retail* au sein de l'Union européenne en vue d'une application différenciée des règles de conduite est d'une importance cruciale pour la garantie d'un *level playing field*³⁵. Il serait préférable dès lors que ces définitions soient reprises dans la directive révisant la DSI³⁶. La classification proposée par le CESR pourrait ainsi être reprise dans la directive³⁷.

25. Sans entrer dans le détail de cette classification CESR, nous souhaitons formuler toutefois quelques observations. Selon les critères CESR, les investisseurs professionnels continuent à disposer de la possibilité d'opter pour le régime de protection plus élevé du *retail* (ce que l'on appelle la procédure d'*opting in*). Cette protection supérieure peut être établie sous forme d'accord écrit pour certains services ou certaines opérations. Nous ne pouvons, par principe, accepter cette possibilité d'*opting in*. Les critères relatifs aux investisseurs professionnels et, en particulier, aux grandes entreprises sont, en effet, tellement stricts que cette catégorie d'investisseurs doit être censée disposer des moyens suffisants pour se protéger elle-même (à cet égard, nous regrettons que des entreprises dont les instruments financiers sont négociés sur un marché réglementé ne soient pas considérées comme investisseurs professionnels *per se*). Les conséquences d'un *opting in* et, plus précisément, l'effet du régime contractuel sur celui du droit administratif sont imprécises. En outre, les frais de *compliance* encourus pour gérer un tel système semblent très lourds. Enfin, la procédure permettant

³³ Art. 2, 9°, L. 2 août 2002.

³⁴ Art. 2, 13°, L. 2 août 2002.

³⁵ Le CESR prévoit pour les investisseurs professionnels un régime de protection plus léger. Pour plus de détails, nous renvoyons au document en question : CESR, *A European regime of investor protection. The professional and the counterparty regimes*, 8 juillet 2002, (CESR/02-098b), <http://www.europefesco.org>. La règle de *know your customer*, le test de *suitability* et l'obligation de *best execution* continuent cependant à s'appliquer aux investisseurs professionnels. Voy. *infra* n° 29 et n° 35.

³⁶ La Proposition de directive révision DSI reprend, dans son annexe II, la classification proposée par le CESR : voy. Proposition de directive révision DSI, p. 102.

³⁷ Voy. CESR, *A european regime for investor protection. Categorisation of investors for the purpose of conduct of business rules*, Annexe au CESR/02-098b, 8 juillet 2002, <http://www.europefesco.org>.



aux investisseurs *retail*, pour autant qu'ils répondent aux critères déterminés par le CESR, d'opter pour le régime professionnel (procédure appelée *opting out*) est particulièrement complexe et difficile à appliquer dans la pratique. Le processus en trois étapes présenté par le CESR pourrait être remplacé par un document unique par lequel les deux parties marquent leur accord; un avertissement général des risques concernant la perte du statut d'investisseur *retail* devrait suffire, plutôt que de recourir à une énumération détaillée des règles de protection auxquelles on renonce.

2.2. Contreparties professionnelles

26. La Loi du 2 août 2002 innove aussi en introduisant le concept de « contreparties professionnelles » (*counterparty relationships*). En exécution de l'article 28, § 1, 4° de la Loi du 2 août 2002, un arrêté royal déterminera dans quelle mesure les règles de conduite légales valent pour des intermédiaires qualifiés qui négocient des instruments financiers pour leur propre compte avec des contreparties professionnelles. On vise en cela les relations entre deux parties qui ont une connaissance et une expérience similaires et traitent entre elles dans un rapport de "*principal to principal*" et non dans un rapport intermédiaire – client. Dans ce cas, l'application des règles de conduite se limite essentiellement à celles qui visent à assurer l'intégrité du marché. Ceci n'empêchera cependant pas une institution qui se qualifie de contrepartie professionnelle d'avoir le droit de demander un traitement en tant que client professionnel pour certains services d'investissement et donc de bénéficier de règles de conduite protégeant l'investisseur professionnel. Ce régime a été introduit par le CESR³⁸. En raison de la préoccupation relative à une harmonisation européenne, il importe que le régime de contrepartie soit également repris dans le corps de la directive révisant la DSI. Nous regrettons que le CESR ne retienne pas les organismes de placement collectifs (OPCVM), les fonds de pension et leurs sociétés de gestion en tant que contrepartie éligible. Nous constatons, en outre, que le CESR n'a pas trouvé de compromis en ce qui concerne la question de savoir si de grandes entreprises peuvent être traitées comme contreparties professionnelles et quant à savoir quels sont les critères qui doivent être appliqués à cet égard. Ceci pourrait avoir pour effet de voir de grandes entreprises établies dans des Etats membres de l'Union européenne ne connaissant pas le régime de contrepartie professionnelle d'être considérées comme des clients professionnels. Nous espérons qu'un compromis pourra être obtenu dans le cadre de la révision de la DSI³⁹.

3) Discussion individuelle des règles de conduite

27. L'article 26 de la Loi du 2 août 2002 énumère 16 règles de conduite. L'article 26, 17° prévoit la possibilité d'adopter, par arrêté royal, sur avis de la CBF et après consultation ouverte, des règles de conduite supplémentaires en vue de protéger les intérêts des investisseurs et d'assurer le bon fonctionnement, l'intégrité et la transparence du marché. Cette disposition offre la flexibilité nécessaire pour répondre à l'harmonisation ultérieure des règles de conduite au niveau européen.

28. La présente contribution ne se veut pas exhaustive mais se concentre sur l'actualisation du contenu des règles de conduite. Pour ce qui concerne les règles spécifiques en matière d'opérations de contrepartie et d'internalisation, nous renvoyons ci-dessus à la Section II, sous-titres C et D.

³⁸ *Supra*, note 35.

³⁹ La notion de contrepartie professionnelle est retenue dans la Proposition de directive révision DSI : voy. art. 22, § 3, Proposition de directive révision DSI, p. 70. La proposition retient le compromis acquis par le CESR.



3.1. Règle de “*know your customer*” (art. 26, 2°)

29. En vertu de cette règle, les intermédiaires financiers doivent s'assurer de l'expérience de leurs clients en termes d'opérations en instruments financiers, de leurs objectifs, de leur situation financière et des restrictions auxquelles ils peuvent être soumis en ce qui concerne des opérations en instruments financiers (en ce compris ce que l'on appelle les “*trading restrictions*” pour les administrateurs et autre personnel dirigeant de sociétés cotées en bourse).

30. La règle de « *know your customer* » aura un impact opérationnel important : cette règle implique que l'intermédiaire financier doit établir un profil de son client et doit élaborer et mettre en œuvre des processus internes afin de maintenir à jour ce profil. Contrairement à la norme CESR⁴⁰, l'article 26, 2° de la Loi du 2 août 2002 n'indique pas la finalité de l'obligation d'information. En effet, selon le CESR, les informations recueillies doivent raisonnablement permettre à l'intermédiaire financier de vérifier si le service d'investissement prévu est approprié au client concerné et de respecter son obligation de « *duty to care* ».

31. Nous retrouvons implicitement cette obligation de « *duty to care* » dans l'article 26, 1° qui oblige l'intermédiaire financier à agir dans le meilleur intérêt de ses clients. Par arrêté royal, l'obligation de « *duty to care* » doit être mise en œuvre différemment selon que le service se compose exclusivement de la transmission et de l'exécution d'ordres (*execution only*) – service pour lequel la loi précise qu'il ne peut pas s'accompagner de conseil⁴¹ – ou selon qu'il s'accompagne de conseils de placements au sens large du terme⁴². Dans ce dernier cas uniquement d'un service nommé “*full hand-holding*”, les règles CESR⁴³ déterminent que l'intermédiaire financier devra s'assurer, en tenant compte du profil du client, que son conseil est approprié (*suitable*) et devra envisager un « *suitability test* », opération par opération. Cependant, relevons que l'obligation prescrite par le CESR d'établir un profil du client et de définir à partir de ce profil un service approprié d'*execution only* (comprenant des paramètres d'investissement, c'est-à-dire des limites aux types d'instruments, de transactions et d'ordres) suscite de sérieuses critiques car considérée comme étant inconciliable avec la nature même du service d'*execution only*. Il faudra attendre l'issue des discussions sur ce point dans le cadre de la révision de la DSI.

3.2. Obligation d'assurer une information (art. 26, 3°)

32. L'obligation de fournir des informations doit permettre au client de juger de la nature et du coût du service d'investissement offert. Plus particulièrement dans le cas de conseils de placements (au sens large) ou de "promotion" d'instruments financiers (terme sous lequel nous entendons toute offre), les informations fournies doivent être de nature à permettre à l'investisseur de prendre une décision d'investissement en connaissance de cause. Une précision supplémentaire concernant l'objet des informations à fournir sera apportée par arrêté royal. Nous songeons plus particulièrement aux informations relatives aux produits, aux avertissements en matière de risques, aux informations relatives aux obligations de couverture possibles, à la communication de conditions contractuelles générales et particulières, etc. Dans ce contexte, nous nous attendons aussi à une approche distincte en fonction du type d'investisseur et en fonction de la nature de l'instrument financier offert. La possibilité d'une standardisation de l'information doit également être prévue. Nous constatons enfin que la nouvelle disposition n'implique plus d'obligation de produire sur simple demande du client un rapport sur ses droits et ses obligations. L'article 26, 14° prévoit cependant une obligation d'information périodique concernant les positions ouvertes en instruments financiers dérivés. Des règles de conduite supplémentaires pourraient, en outre, être prises sur base de l'article 26, 17°.

3.3. Conflits d'intérêts (art. 26, 4°)

⁴⁰ Règle 62, CESR COB.

⁴¹ Art. 28, § 1, 2°, L. 2 août 2002.

⁴² C'est-à-dire le conseil occasionnel ou le conseil dans un cadre contractuel spécifique.

⁴³ Règles 72-76, CESR COB.



33. Cette règle reformule un peu plus clairement la règle relative aux conflits d'intérêts de l'article 36, § 1, 6° de la Loi du 6 avril 1995⁴⁴. La réglementation des conflits d'intérêts constitue un thème important de la révision de la DSI, essentiellement en raison de l'offre toujours plus vaste de services et de services auxiliaires que les intermédiaires financiers proposent⁴⁵. La proposition de directive visant à réviser la DSI prévoit l'élaboration par la Commission européenne, sur la base de la procédure de comitologie, de règles plus détaillées dans certains domaines sensibles comme l'internalisation, le cumul de l'analyse - recherche financière avec des activités de courtage et de placement. On peut s'attendre à ce que les normes CESR existantes seront reprises comme fil conducteur pour l'élaboration de ces règles⁴⁶. Nous espérons que l'accent sera mis sur des mesures de nature organisationnelle et administrative de prévention et de gestion des conflits d'intérêts. Nous estimons que, uniquement pour le cas ces mesures s'avèreraient insuffisantes, une obligation de publication (*disclosure*) de nature générale et/ou des sources de conflits d'intérêts avant la prestation de service s'imposera. Nous considérons à cet égard que telle qu'elle est formulée, l'approche adoptée par CESR en ce qui concerne le devoir de publication en matière de recherche financière dans son projet d'avis sur les mesures de mise en œuvre (*level 2*) de la proposition de directive sur les abus de marché⁴⁷ était à plusieurs égards excessive⁴⁸. Nous apprécions cependant que CESR ait pris en compte certaines des observations du secteur dans son avis final⁴⁹.

3.4. Transparence en matière d'avantages (*inducements*) (art. 26, 5°)

34. Les intermédiaires financiers doivent informer leurs clients de façon appropriée sur toute forme d'avantage (espèces, biens ou services) qu'ils (y compris les administrateurs, le personnel et les mandataires) reçoivent en rapport avec les services fournis ou encore à fournir au client. Cette règle requiert des dispositions d'exécution plus précises. Le secteur craint une interprétation excessive de cette obligation d'information. Une obligation d'information générale vis-à-vis du client concernant la politique de l'intermédiaire financier en matière d'*inducements* est défendable mais la valeur ajoutée d'une communication détaillée sur base annuelle comme le prévoit la règle CESR concernée est plus que douteuse⁵⁰.

3.5. Règle de *best execution* (art. 26, 8°)

35. Contrairement à l'article 36, § 3 de la Loi du 6 avril 1995, l'article 26, 8° de la Loi du 2 août 2002 ne prévoit plus une présomption réfutable de *best execution* en cas d'exécution d'un ordre sur un marché réglementé conformément aux règles en vigueur sur ce marché. La suppression de cette présomption est étroitement liée à la levée de l'exigence de centralisation; les deux doivent dès lors être concomitantes.

36. La nouvelle règle de *best execution* prescrit que l'intermédiaire financier doit agir dans le meilleur intérêt de son client, en tenant compte des instructions spécifiques de celui-ci, en vue d' "obtenir le meilleur résultat possible au regard du prix, des frais et de la rapidité et de la probabilité d'exécution, compte tenu du moment, de la nature et de la taille de l'ordre en question et de l'état des marchés

⁴⁴ Pour une analyse détaillée de l'article 36, § 1, 6° de la Loi du 6 avril 1995 : voy. M. KRUIHOF, « Belangenconflicten in financiële instellingen », *La protection de l'investisseur et de l'e-investisseur*, Cahiers AEDBF – 14, Bruxelles, Bruylant, 2002, p. 130 et s.

⁴⁵ La Proposition de directive révision DSI prévoit une disposition distincte sur les conflits d'intérêts : voy. art. 16, Proposition de directive révision DSI, p. 64.

⁴⁶ Standard 5 et règle 7, CESR COB.

⁴⁷ CESR, *Advice on possible Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive*, CESR/02-089b, 5 juillet 2002, <http://www.europefesco.org>.

⁴⁸ Le devoir d'information à insérer dans les analyses sur la politique de l'intermédiaire quant à la révision (p.ex. par un autre département de l'intermédiaire tel que le *corporate finance*) et à la communication (p.ex. à la société faisant l'objet de l'analyse) des analyses avant leur distribution, aurait eu très peu de valeur ajoutée pour le lecteur. Voy. CESR, *ibidem*, p. 40, n° 113.

⁴⁹ Le texte de l'avis final prévoit pour les analyses financières l'obligation de publication de la nature générale des politiques et procédures en matière de gestion de conflits d'intérêts : voy. CESR, *Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive*, CESR/02.089d, Décembre 2002, p. 32, n° 96, www.europefesco.org.

⁵⁰ Règle 8, CESR COB.



concernés". Cette règle établit véritablement un point de comparaison (*benchmark*) qui sert de référence pour l'appréciation de l'obligation de *best execution* dans un environnement où des opérations sur un instrument financier peuvent être potentiellement menées sur divers marchés. Le point de comparaison accentue l'exigence de meilleur "prix net" pour le client. La norme CESR concernée précise que "l'état du marché concerné" doit être compris comme étant le marché qui offre les meilleures conditions de négociation également en termes de transparence, de liquidité et d'organisation de la compensation et de la liquidation⁵¹. La règle de *best execution* reste cependant un engagement de moyens. On ne peut en déduire que l'intermédiaire est tenu, préalablement à une opération, de comparer entre eux tous les marchés sur lesquels un instrument financier est négocié (ce qui implique un accès aux informations de marché) afin d'obtenir le meilleur résultat possible pour le client.

37. La règle de *best execution* de l'article 26, 8° doit également être lue en parallèle avec l'obligation pour les intermédiaires qualifiés, contenue dans l'article 27, § 1, 4° de la Loi du 2 août 2002, de rédiger un code de conduite interne où sont reprises des règles et procédures qui constituent "une approche systématique" de la règle de *best execution*. Le législateur s'est inspiré de la règle sibylline mentionnée dans le document de consultation de la Commission européenne relatif à la révision de la DSI⁵². Il convient néanmoins ici de trouver une explication réalisable de la règle de *best execution*. Cela suppose que l'intermédiaire financier développe et tienne à jour les procédures nécessaires pour maximaliser les chances de parvenir à une *best execution*. A cette fin, l'accès à un éventail suffisamment large de systèmes de négociation fiables ou l'accès à un système qui offre des informations de marché consolidées constituent d'importantes indications dans l'évaluation du fait de savoir si l'intermédiaire prend des mesures raisonnables. Toute appréciation doit cependant se faire au cas par cas en tenant compte de la portée et de la nature de l'activité de l'intermédiaire financier concerné.

3.6. Groupement d'ordres (art. 26, 9°)

38. La règle de l'article 26, 9° de la Loi du 2 août 2002 autorise indirectement un groupement d'ordres pour le compte de différents bénéficiaires pour autant que les instruments financiers se répartissent selon certains critères équitables définis au préalable. En principe, il faudra toujours donner aux ordres de clients la priorité sur les ordres pour compte propre. Cette règle met donc en oeuvre les règles CESR concernées⁵³. On relève que pour des instruments financiers négociés sur Euronext, les règles de marché prescrivent une interdiction de principe du groupement, à l'exception du groupement d'ordres de clients en gestion de fortune⁵⁴. A la lumière de la règle de conduite légale, un assouplissement de cette règle semble donc indiqué.

3.7. Documentation en matière d'ordres (art. 26, 10°)

39. L'intermédiaire financier est tenu de constituer et de tenir à jour une documentation de tous les ordres qu'il reçoit de ses clients. Des règles plus précises seront établies par arrêté royal. Pour ce qui concerne les ordres téléphoniques, nous renvoyons à la règle CESR en question qui laisse l'option de conserver ceux-ci sur bande ou d'une autre manière⁵⁵. La règle CESR générale pour la conservation de la documentation prescrit une période de cinq ans. Font exception à cette règle, les bandes magnétiques relatives aux ordres téléphoniques, qui doivent être conservées pendant une période d'une année⁵⁶.

3.8. Obligation de bordereau (art. 26, 13°):

⁵¹ Standard 102, CESR COB.

⁵² « Révision de la directive concernant les services d'investissement (93/22/CEE - DSI) Deuxième consultation. Des orientations modifiées », mars 2002, p. 17. Voy. aussi l'article 19, § 2 de la Proposition de directive révision DSI, p. 67. L'article 19, § 2 prévoit « (...) que les entreprises d'investissement mettent effectivement en œuvre des procédures efficaces formant une méthode systématique, reproductible et démontrable qui favorise l'exécution des ordres des clients aux conditions les plus favorables pour eux (...) ».

⁵³ Règles 99 et 100, CESR COB.

⁵⁴ Règles de marché d'Euronext, Livre I, Chapitre 3, règles 3005/1 et 3005/2.

⁵⁵ Règle 95, CESR COB.

⁵⁶ Règle 15, CESR COB.



40. La règle de l'article 26, 13° de la Loi du 2 août 2002 prévoit dans un souci de modernisation qu'une transaction peut être confirmée par écrit ou de façon électronique.

3.9. Ségrégation (art. 26, 16°):

41. L'obligation du maintien d'instruments financiers pour son propre compte et pour le compte de tiers sur des comptes séparés auprès d'organismes de compensation et d'organismes de liquidation ou auprès de leurs établissements affiliés est levée par la Loi du 2 août 2002 en diverses dispositions légales. L'interdiction disparaît donc de l'article 2, deuxième et troisième alinéas de l'A.R. n° 62 du 10 novembre 1967 favorisant la circulation des valeurs mobilières pour les titres fongibles, de l'article 4, premier alinéa de la loi du 2 janvier 1991 relative au marché des titres de la dette publique et aux instruments de la politique monétaire pour les titres dématérialisés de la dette publique et de l'article 469, premier alinéa du Code des Sociétés pour les titres de société dématérialisés.

42. Cette obligation de ségrégation a été perçue comme une règle à caractère prudentiel qui ne convient pas aux lois qui règlent la relation entre les organismes de compensation et de liquidation et leurs participants. L'obligation de ségrégation constituait également une entrave pour les participants étrangers aux organismes de compensation et de liquidation qui ne sont pas nécessairement assujettis par l'autorité de contrôle de leur pays d'origine à la même mesure de protection de l'investisseur.

43. Cette obligation de ségrégation est désormais introduite comme règle de conduite pour les intermédiaires qualifiés établis en Belgique (à l'exception de la BNB). Nous déplorons le fait que cette problématique n'ait pas été l'objet d'un examen global. La fonction de protection de l'investisseur qu'assure l'obligation de garder séparés ses propres avoirs et ceux de tiers auprès des organismes de compensation et de liquidation doit être relativisée. L'obligation pour l'intermédiaire de prévoir dans son système interne de gestion de comptes-titres, une stricte individualisation des avoirs provenant des clients sur des comptes séparés ainsi que le droit de revendication accordé en vertu de lois spécifiques (notamment l'article 10 de l'A.R. n° 62) en cas de concours devraient offrir au client une protection adéquate et suffisante.

44. En outre, la Loi du 2 août 2002 ne prévoit pas la possibilité de déposer des instruments financiers provenant de clients, avec leur autorisation expresse, avec les instruments financiers propres de l'intermédiaire sur un seul et même compte auprès des organismes de compensation ou de liquidation. La Belgique se retrouve donc dans une situation désavantageuse par rapport à la France et les Pays-Bas, ce qui est particulièrement inapproprié dans le contexte d'Euronext.

45. Enfin, le fonctionnement extraterritorial de cette règle de conduite pose des problèmes. Pour certains systèmes de liquidation étrangers, une ségrégation n'est pas possible sur un plan technique ou pour des raisons de limitations légales. Les intermédiaires qualifiés belges seront dès lors contraints d'obtenir des dérogations individuelles de la CBF pour l'application de cette règle de conduite.



Section IV Abus de marché

A. Régime de droit administratif pour les abus de marché⁵⁷

46. Le nouveau régime de droit administratif pour les abus de marché vise à renforcer l'intégrité des marchés belges et la réputation du centre financier belge. Cette réforme est également bénéfique pour la réputation des intermédiaires financiers. La privatisation des bourses de valeurs mobilières a engendré une révision de certaines tâches de l'ordre public (en particulier la détection des abus de marché sanctionnés pénalement) qui, jusqu'à présent, étaient assurées par les autorités de marché. Avec l'introduction de la notion d'abus de marché dans notre système juridique et la concentration du pouvoir de contrôle et de sanction de droit administratif auprès de la CBF, le législateur a également voulu donner une première impulsion importante à la transposition de la directive sur les abus de marché⁵⁸.

B. Safe Harbours

47. En vertu de l'article 30, 2° de la Loi du 2 août 2002, la CBF peut déterminer, par voie de règlement, sur base des meilleures pratiques sur les marchés financiers internationaux, les conditions dans lesquelles certaines pratiques courantes ne s'opposent pas aux dispositions d'interdiction relatives aux abus de marché. On songera ici tout particulièrement aux opérations en matière de stabilisation de cours, de rachat de titres propres, d'engagements visant à assurer la liquidité d'un instrument financier, de communication entre émetteurs et analystes financiers et d'étude de *due diligence* en vue de l'acquisition de participations dans des sociétés cotées. Nous espérons qu'une consultation du secteur sera organisée avant la définition de *safe harbours* par voie réglementaire. Nous souhaitons ensuite insister sur le fait que les nouvelles règles en matière d'abus de marché et de *safe harbours* forment un tout. Une entrée en vigueur simultanée des deux apparaît dès lors nécessaire.

Section V Codes de conduites et compliance

A. Code de conduite interne

48. L'article 27, § 1 de la Loi du 2 août 2002 dispose que tout intermédiaire qualifié établi en Belgique adopte un code de conduite interne afin d'assurer le respect des dispositions relatives aux abus de marché et des règles de conduite. Le code de conduite interne doit plus particulièrement prévoir des procédures (appelées "murailles de Chine") visant à éviter la circulation indue d'informations privilégiées à l'intérieur de l'organisation, des mesures assurant une séparation appropriée d'activités susceptibles de générer entre elles des conflits d'intérêts et des règles relatives aux opérations en instruments financiers pour les membres du personnel et mandataires de l'intermédiaire financier.

Pour ce qui concerne les opérations en instruments financiers pour compte propre du personnel, la loi précise que le code de conduite prévoira les cas dans lesquels les mandataires et employés sont obligés d'informer le *compliance officer* ou doivent obtenir son accord avant d'effectuer de telles opérations. En outre, le code de conduite contiendra des règles sur le cheminement (*routing*) et l'exécution des ordres et sur les restrictions appropriées⁵⁹ relatives à la faculté d'effectuer des opérations dans le chef des mandataires et employés qui occupent des fonctions dites sensibles (on songe ici notamment à certains employés du département *corporate finance*, crédits, de gestion de fortune et de conseil en placements et aux analystes financiers).

49. En vertu de l'article 28, § 1, 5° de la Loi du 2 août 2002, les règles minimales des codes de conduites internes qui peuvent être établies par arrêté royal, devront être converties dans les codes de conduite internes. Une consultation effective du secteur doit assurer l'élaboration d'un cadre flexible qui puisse répondre à l'organisation et l'activité spécifiques de l'intermédiaire financier. Les résultats

⁵⁷ Pour un commentaire des nouvelles règles légales en matière d'abus d'information privilégiée et autres délits de marché, nous renvoyons aux contributions de P. Lambrecht et J.-P. Servais dans ce numéro spécial.

⁵⁸ Directive 2002/.../CE du Parlement européen et du Conseil du 3 décembre 2002 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), non encore publiée au J.O.C.E.

⁵⁹ Par exemple, l'interdiction de négocier pendant certaines périodes dites fermées, l'interdiction pour l'analyste financier de négocier des titres émis par l'émetteur qu'il couvre.



visés peuvent, en effet, être atteints de différentes manières. Ainsi par exemple, en ce qui concerne les opérations en instruments financiers destinées au personnel remplissant des fonctions sensibles, il est possible d'imposer l'obligation selon laquelle toutes les opérations se feront via un compte spécial au sein de l'organisme même (obligation de localisation) ou via un compte auprès d'un organisme tiers bien déterminé. Il faut également laisser un espace à l'autorégulation. A cet égard, on peut se reporter à l'impulsion donnée par l'Association Belge des Banques au développement de recommandations relatives aux opérations en instruments financiers effectuées pour compte propre par le personnel.

B. Fonction de compliance

50. La nomination interne d'un *compliance officer* ou, dans les plus grandes institutions, d'un comité responsable de la déontologie trouve une base légale dans l'article 27, § 2 de la Loi du 2 août 2002. Les règles et normes CESR concernées⁶⁰ indiquent la marche à suivre pour dessiner les contours de cette fonction. La fonction de *compliance* se focalise spécifiquement sur le respect de la réglementation relative à la prestation de services financiers et constitue un maillon de la politique de déontologie générale telle qu'elle est établie par la CBF dans sa circulaire du 18 décembre 2001 sur la fonction de *compliance*⁶¹. Le *compliance officer* est une personne de confiance au sein de l'organisme, qui doit pouvoir travailler de façon autonome tout en dépendant directement du conseil d'administration ou d'un organe de gestion analogue. Il doit disposer à cet effet de l'expérience, des moyens et de l'autorité nécessaires pour pouvoir exercer sa fonction. Cette fonction est axée sur la mise en œuvre du code de conduite et l'information du personnel à cet égard. Le *compliance officer* portera à la connaissance de l'organe de gestion tout dysfonctionnement constaté dans le domaine de la déontologie et proposera des mesures correctives adéquates. Au nombre des tâches qui lui incombent, la loi mentionne en particulier la tenue à jour d'un registre des plaintes des clients et, le cas échéant, des mesures prises pour y remédier. Cette dernière tâche est traditionnellement assumée par l'ombudsman au sein des institutions de crédit. Un revirement en la matière n'est pas indiqué. Nous plaidons dès lors pour une interprétation flexible de la fonction de *compliance* au sein de l'organisation en fonction du résultat à atteindre.

C. Code de conduite pour les offrants et les chefs de file

51. L'article 29, 1° de la Loi du 2 août 2002 habilite le Roi à fixer des règles de conduite pour le marché primaire qui doivent être respectées par les offrants dans la mise en œuvre d'offres publiques d'instruments financiers. Ainsi, sur base de l'article 29, 2° de la Loi du 2 août 2002, des règles de conduite pourront également être établies pour des intermédiaires financiers lorsque ceux-ci interviennent en qualité de chef de file ou en tant que membre d'un syndicat de prise ferme ou de placement.

52. On peut rappeler à cet égard la circulaire de la CBF sur le fonctionnement du marché primaire⁶². Cette circulaire a pour objectif de parvenir à une meilleure distribution de l'information auprès du public et à un déroulement plus fluide tant des offres publiques de vente ou de souscription de titres que des introductions de sociétés sur un marché réglementé (*IPO*). Au nombre de nos attentes, nous espérons une nouvelle discussion à propos des thèmes traités par cette circulaire en cas de recours à la nouvelle habilitation légale. Par ailleurs, il pourra également être tenu compte des derniers développements au sein du CESR⁶³.

⁶⁰ Standards 9 et 10, CESR COB. Règles 11-14, CESR COB.

⁶¹ Circulaire D1 2001/13 aux établissements de crédit sur la fonction de compliance du 18 décembre 2001.

⁶² Circulaire D2/F/2000/4 relative au fonctionnement du marché primaire du 19 juin 2000. Pour une analyse critique de cette circulaire : K. VAN DER ELST, "Enkele bedenkingen bij de Circulaire van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen over de werking van de primaire markt : administratieve voorschriften getoetst aan de marktpraktijk", *Vennootschapsrecht en Fiscaliteit*, 2000, n° 4, p. 341. Voy. aussi le document de travail intitulé « *Harmonisation of Primary Market Practices on Euronext Markets* » du 8 novembre 2002 soumis à une consultation publique. Ce document procède d'une initiative commune des régulateurs de la zone Euronext dont l'objectif est d'arriver à retenir des *best practices* ; il est disponible sur le site web de la CBF (<http://www.cbf.be>).

⁶³ CESR, *Stabilisation and Allotment – a European Supervisory Approach*, CESR/02-020b, 9 avril 2002, <http://www.europefesco.org>.



53. Enfin, lors de la finalisation de l'avant-projet de loi préparé par le gouvernement portant sur les émissions publiques, il faudra veiller à tenir compte des dispositions de la Loi du 2 août 2002.

Section VI. Privilège de l'intermédiaire financier et des organismes de compensation et de liquidation

A. Application dans le temps

54. L'article 31 de la Loi du 2 août 2002 vise à remplacer et à compléter le texte actuel du privilège prévu dans l'article 41 de la Loi du 6 avril 1995. Cet article est entré en vigueur le 4 septembre 2002 en vertu de l'arrêté royal du 22 août 2002⁶⁴.

55. L'arrêté royal du 22 août 2002 n'a cependant pas aboli la règle du privilège contenue dans l'article 41 de la Loi du 6 avril 1995⁶⁵. Dans la pratique, cela ne soulève aucune question particulière. La nouvelle réglementation plus large de l'article 31 peut être invoquée dans tous les cas de concours apparus depuis la date de son entrée en vigueur.

B. Analyse

56. Le privilège des intermédiaires prévu à l'article 31, §1^{er} de la Loi du 2 août 2002 ne se limite plus désormais à la couverture obligatoire, légale ou réglementaire mais s'étend à la couverture qu'un intermédiaire exige de son client sur base contractuelle. Cette couverture peut se composer d'instruments financiers, d'espèces et de devises.

57. En outre, l'évolution des marchés financiers et, en particulier, la part croissante des systèmes de négociation alternatifs et des transactions *OTC* incitent à dissocier le privilège de l'exigence d'exécution d'une opération sur un marché réglementé.

58. Le privilège pourra désormais aussi être invoqué sur la couverture formée dans le cadre d'opérations à terme et sur les devises reçues dans le cadre de l'exécution ou de la liquidation d'opérations à terme sur devises.

59. L'article 31, § 2 précise "l'effet scindé" du privilège dans le chef des organismes de compensation et de liquidation. Les instruments financiers, les espèces et les devises dont un participant dispose comme avoir propre dans les livres de l'organisme servent de garantie pour toutes les opérations conclues en son nom propre et pour son propre compte ainsi que pour les opérations conclues pour le compte de ses clients. Les instruments financiers, les espèces et les devises détenus par un participant comme avoirs de clients dans les livres de l'organisme ne peuvent servir de garantie que pour des opérations qu'un participant a conclues pour le compte de ses clients (solidarité exclusivement entre clients d'un seul et même intermédiaire).

60. Le secteur déplore le maintien de l'effet scindé vu les difficultés qu'il engendre pour le système des sûretés en faveur d'organismes de compensation et de liquidation qui agissent sur une base transfrontalière en Belgique (notamment Clearnet, l'organisme de compensation d'Euronext). En outre, cette règle n'est pas exigée pour des raisons de protection de l'investisseur⁶⁶.

61. L'objectif consiste à revoir le texte du privilège sur ce point lors de la transposition de la directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 concernant les garanties financières⁶⁷. Le secteur a déjà proposé à cet

⁶⁴ Arrêté royal du 22 août 2002 fixant la date d'entrée en vigueur de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers et portant exécution de l'arrêté royal n° 62 du 10 novembre 1967 favorisant la circulation des instruments financiers, *M.B.*, 4 septembre 2002, p. 39181.

⁶⁵ Pour une analyse détaillée de l'article 41 de la Loi du 6 avril 1995 : J. TYTECA, "Commentaar bij art. 41 W. 6 april 1995", *Comm. Fin.*, Antwerpen, Kluwer, 2000, p. 274; A.-S. PIJCKE, « La contrepartie, la compensation, l'obligation de délivrance d'un bordereau, le privilège boursier et l'exception de jeu dans la loi du 6 avril 1995 », *La réforme des marchés et des intermédiaires financiers*, Cahiers AEDBF - 5, Bruxelles, Bruylant, 1997, p. 371 et s.

⁶⁶ Voy. *supra* nos 41 – 45 de la Section III sur la ségrégation.

⁶⁷ Directive 2002/47 du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les garanties financières, *J.O.C.E.*, n° L 168 du 27 juin 2002, p. 43.



égard de garantir la protection de l'investisseur par des dispositions réglementaires prises en exécution de l'article 26, 3° qui fixeraient des règles plus détaillées en matière d'obligation d'information pour les investisseurs *retail*. Ces informations auraient trait aux risques liés à la compensation et la liquidation d'opérations via une contrepartie centrale. En outre, une exécution serait donnée aux normes CESR y afférentes⁶⁸. Par ailleurs, l'usage ("*re-use*") d'instruments financiers appartenant aux clients n'est possible que moyennant l'autorisation écrite expresse de ceux-ci conformément à l'article 31, § 5.

62. L'article 31, § 4 intègre dans la Loi du 2 août 2002 la procédure simplifiée de réalisation qui était prévue par l'arrêté royal du 9 juin 1995⁶⁹, en s'inspirant de procédures similaires de réalisation simplifiée prévues dans des législations spéciales. Cette disposition précise explicitement que le droit de réalisation permettra de procéder à la clôture de positions ouvertes suite à la vente ou à l'achat d'un contrat d'option ou d'un contrat financier à terme ("*future*") ou suite à l'exécution d'une opération à terme sur devises.

63. L'article 31, § 5 confirme que la remise en dépôt sur un compte d'instruments appartenant à un client auprès d'un organisme de compensation et de liquidation avec pour conséquence que ces instruments sont assujettis au privilège de cet organisme, requiert l'autorisation écrite du client. A défaut de cette autorisation, la remise en dépôt des avoirs du client constituerait un usage interdit des avoirs de client punissable en vertu de l'article 148, § 3 de la Loi du 6 avril 1995. L'insertion d'une disposition dans les conditions générales en matière d'opérations en instruments financiers où le client se déclare d'accord avec la remise en dépôt éventuelle de ses avoirs est dès lors nécessaire. La nouvelle disposition confirme que l'absence d'autorisation du client n'enfreint pas les droits que des tiers acquièrent de bonne foi, plus particulièrement les organismes de compensation et de liquidation, sur les instruments financiers gardés en compte. Ainsi donc, ces organismes ne doivent pas à chaque fois vérifier l'autorisation de remise en dépôt accordée par les clients de leurs participants.

CHAPITRE III. CONCLUSION

64. Cette contribution a mis en exergue un certain nombre de thèmes de la Loi du 2 août 2002 sous le point de vue des intermédiaires financiers.

65. La Loi du 2 août 2002 implique indubitablement une rénovation ambitieuse du contrôle des marchés financiers belges. Maintenant que les grands traits sont esquissés, le temps est venu de procéder à une mise en oeuvre plus détaillée de ce cadre légal.

66. En ce qui concerne l'élaboration des principes d'application des règles de conduite, la Loi du 2 août 2002 prévoit une procédure particulière du type "interrogation du secteur". Cette procédure nationale « Lamfalussy », définie comme une "consultation ouverte", implique que le contenu d'un arrêté ou d'un règlement que le Ministre ou la CBF envisage de prendre dans la matière concernée soit préalablement commenté dans une note consultative publiée sur le site Internet du Ministère des finances ou de la CBF comportant également l'invitation adressée aux parties intéressées de communiquer leurs éventuels commentaires dans un délai déterminé⁷⁰.

67. Cette nouvelle forme d'implication lors de la réalisation de la réglementation est accueillie de manière particulièrement positive par le secteur. La consultation des spécialistes du marché permet d'avoir une perception directe de la pratique du marché et ainsi de développer une réglementation financière qui prenne en compte l'évolution rapide que connaissent les marchés financiers.

* * *

⁶⁸ Standards 51, 52 et 85, CESR COB. Règles 53 et 89 CESR COB.

⁶⁹ Arrêté royal du 9 juin 1995 fixant une procédure de réalisation simplifiée des valeurs mobilières et autres actifs qui font l'objet des privilèges énoncés aux articles 29 et 68 de la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers, *M.B.*, 30 juillet 1995.

⁷⁰ Art. 2, 18°, L. 2 août 2002.



Els Ponnet

Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.