

RECHTSLEER

DOCTRINE

VENNOOTSCHAPSRECHT / DROIT DES SOCIÉTÉS

L'application des règles relatives aux offres publiques et à la commercialisation d'instruments de placement aux placements privés de titres de sociétés

Didier Willermain¹

« C'est bien décidé, vous ne prendrez pas d'actions, vous ne voulez pas être avec nous?
– Avec vous, jamais de la vie! (...) Vous serez mangé avant trois ans. »
Emile ZOLA – L'argent (1891)

I. Introduction	374
II. Objet de la présente étude	376
III. La réglementation sur les offres publiques: rappel du champ d'application traditionnel et des principes applicables	376
A. Champ d'application	376
B. Notion d'offre publique	378
C. Principes applicables	380
IV. Les nouvelles règles relatives à la commercialisation de produits financiers auprès de clients de détail	381
A. Présentation générale	381
B. Champ d'application de l'arrêté royal du 25 avril 2014	382
1. Présentation générale	382
2. Commercialisation	382
3. De produits financiers	383
4. Auprès de clients de détail	383
5. A titre professionnel	384
V. Examen des obligations nouvelles	385
A. Fiche d'information	385
B. Publicité et autres documents relatifs à des produits financiers	387
C. Communications à caractère promotionnel, responsabilité et pouvoirs de la FSMA	388
1. Opérations non publiques visées	388
2. Communications à caractère promotionnel	389
(i) Dispositions de la loi OPIP	389
(ii) Règles applicables aux placements privés	390
3. Responsabilité	391
(i) Droit commun et loi OPIP	391
(ii) Application aux placements privés	394
4. Pouvoirs de la FSMA, sanctions administratives et astreintes	395
5. Monopole d'intermédiation	396
VI. Synthèse et observations finales	397

¹ Avocat au barreau de Bruxelles (Willkie Farr & Gallagher LLP), maître de conférences à l'Université Libre de Bruxelles.

RÉSUMÉ

La réglementation sur l'appel « public » à l'épargne ne vise traditionnellement que les opérations de placement de titres qui revêtent un caractère public, les placements dits « privés » demeurant en dehors de son champ d'application. Dans le but de protéger les investisseurs non professionnels, l'arrêté royal du 25 avril 2014 imposant certaines obligations en matière d'information lors de la commercialisation de produits financiers auprès des clients de détail rend néanmoins applicables à certains placements privés de titres – dont la contrepartie est inférieure à 100.000 EUR – auprès de clients de détails les dispositions de la loi « offres publiques » du 16 juin 2006 relatives (i) aux communications à caractère promotionnel, (ii) à la responsabilité, (iii) aux pouvoirs de la FSMA, (iv) aux sanctions pénales et administratives. Cet arrêté impose également dans le cadre de telles opérations certaines obligations en matière d'information et de publicité, notamment l'établissement d'une fiche d'information standardisée. Un même objectif de protection des investisseurs est à l'origine de l'extension, par la loi du 17 juillet 2013 transposant la directive modifiant la directive prospectus, du « monopole d'intermédiation » à certaines offres privées ainsi que du renforcement par la loi dite « Twin Peaks II » du 30 juillet 2013 des sanctions civiles en cas d'offres illicites de produits ou de services financiers.

La présente étude analyse ces règles nouvelles, principalement du point de vue des émetteurs de titres, en les replaçant dans le cadre de la réglementation relative aux offres publiques.

SAMENVATTING

De regelgeving inzake “publiek” beroep op het spaarwezen betreft traditioneel enkel de beleggingsverrichtingen omtrent effecten die een openbaar karakter hebben. De zgn. “private” beleggingen blijven dus buiten het toepassingsgebied. Teneinde de niet-professionele beleggers te beschermen, voorziet het koninklijk besluit van 25 april 2014 betreffende bepaalde informatieverplichtingen bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten dat bepaalde private beleggingen van effecten – waarvan de tegenwaarde minder dan 100.000 EUR bedraagt – bij niet-professionele cliënten toch binnen de toepassingsfeer vallen van de bepalingen van de wet “openbare aanbidding” van 16 juni 2006 die betrekking hebben op (i) reclame, (ii) verantwoordelijkheid, (iii) de bevoegdheden van de FSMA en (iv) de strafrechtelijke en administratieve sancties. Dit koninklijk besluit legt ook, in het kader van dergelijke verrichtingen, bepaalde verplichtingen op inzake informatie en bekendmaking, waaronder het opstellen van een gestandaardiseerde informatieformulier. Eveneens met het oog op het beschermen van de beleggers, werd het “bemiddelingsmonopolie” uitgebreid, via de wet van 17 juli 2013 die de richtlijn tot wijziging van de prospectusrichtlijn heeft omgezet, tot bepaalde private aanbiedingen en werden de civielrechtelijke sancties in geval van illegale aanbiedingen van financiële producten of diensten versterkt door de zgn. wet “Twin Peaks II” van 30 juli 2013.

Huidige studie analyseert deze nieuwe regels, hoofdzakelijk vanuit het standpunt van de emittenten van effecten, door ze te beschouwen in het kader van de regelgeving inzake openbare aanbiedingen.

I. INTRODUCTION

1. Le droit financier trouve son origine dans la réglementation des offres publiques de valeurs mobilières, laquelle est elle-même historiquement liée à celle organisant la collecte, par les banques, de fonds du public, qui a donné naissance au droit bancaire. Traditionnellement, la réglementation sur l'appel « public » à l'épargne ne vise que les opérations de placement de titres qui ont un caractère public², les placements dits « privés » demeurant pour l'essentiel en dehors de son champ d'application.

La loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés (ci-après la « loi OPIP ») – qui réglemente aujourd'hui la matière – respectait à l'origine ce champ d'application classique du droit financier: comme son intitulé l'indique, l'objet de cette loi est de réglementer les offres « publiques », auxquelles sont assimilées les admissions d'instruments de placement sur un marché réglementé qui comportent en quelque sorte « une offre permanente faite au public »³.

² Ainsi, le Titre II de l'arrêté royal n° 185 du 9 juillet 1935 sur le contrôle des banques et le régime des émissions de titres et valeurs – qui constitue l'acte de naissance de notre droit financier – ne s'appliquait qu'aux « expositions en vente », « offres en vente » ou « ventes publiques » de titres et valeurs présentant un caractère public (J. LEBRUN, *La protection de l'épargne publique et la Commission bancaire*, Bruylant, 1979, p. 259, n° 620, et p. 271, n°s 651 et s.).

³ J. LEBRUN, *op. cit.*, p. 264, n° 636.

2. Deux textes récents, visant à renforcer la protection des investisseurs, spécialement des clients dits « de détail » ou « non professionnels », ont néanmoins étendu le champ d'application de certaines dispositions de la loi OPIP à des offres ou placements privés tout en imposant de nouvelles obligations, essentiellement d'information, lors de la « commercialisation » de « produits financiers »:

- d'une part, l'arrêté royal du 25 avril 2014 imposant certaines obligations en matière d'information lors de la commercialisation de produits financiers auprès des clients de détail (ci-après l'« arrêté royal du 25 avril 2014 ») impose, comme son intitulé l'indique, de nouvelles obligations en cas de « *commercialisation* » d'instruments de placement auprès de clients de détail; il rend en outre applicables certaines dispositions de la loi OPIP à des opérations de « *commercialisations* » d'instruments de placement auprès de clients de détail dans le cadre d'offres non publiques ou d'offres exclues du champ d'application de la loi OPIP;
- d'autre part, la loi du 17 juillet 2013 modifiant la loi OPIP en vue de transposer, notamment, la directive n° 2010/73/UE modifiant la directive prospectus a étendu le « monopole d'intermédiation » – consacré par l'article 56 de la loi OPIP – « *à tout placement* » (sous réserve de certaines exceptions) « *d'instruments de placement effectué sur le territoire belge* », même si pareil « *placement* » se réalise au moyen d'une offre privée.

Dans un même contexte de renforcement de la protection des investisseurs, la loi du 30 juillet 2013 – dite loi « Twin Peaks II » – a introduit, notamment dans la loi OPIP, de nouveaux régimes de sanctions civiles en cas d'offres illicites de produits ou de services financiers et encore renforcé les pouvoirs de contrôle de la FSMA.

3. L'arrêté royal du 25 avril 2014 et la loi Twin Peaks II trouvent leur origine dans des initiatives des autorités publiques et de contrôle, en particulier de la FSMA, en réaction, plus ou moins lointaine, à la crise financière de 2008.

L'objectif n'est pas de mettre en place des mesures visant à prévenir de nouvelles crises – d'autres textes ont été adoptés à cette fin⁴ – mais plutôt d'en limiter les conséquences pour les investisseurs en évitant qu'ils ne soient exposés à des risques d'investissements qu'ils ne comprennent ou ne mesurent pas et de restaurer la confiance dans les marchés financiers. Ces mesures s'accompagnent d'autres initiatives des autorités visant à améliorer l'« éducation » des investisseurs dans le domaine des produits financiers. Elles sont adoptées dans un contexte économique caractérisé par des taux d'intérêts historiquement bas qui poussent les investisseurs à s'orienter vers des placements « alternatifs ».

Ces textes ne transposent pas des normes européennes et sont propres à la Belgique, même si des initiatives similaires ont vu le jour à l'étranger ou au niveau européen, spécialement les travaux de la Commission sur les produits d'investissements de détails (« PRIPS », selon l'acronyme anglais)⁵. Ils ont parfois été critiqués sous cet angle car ils soumettraient les opérateurs belges à des normes plus contraignantes que celles applicables à leurs homologues étrangers et porteraient atteinte au « level playing field ». Ils se caractérisent par un champ d'application extrêmement large quant à leur objet. Ils s'adressent en premier lieu aux prestataires de services financiers mais, eu égard à leur objet et à leur champ d'application, concernent également les émetteurs d'instruments de placement et les offres (publiques) de ces instruments.

Ces textes s'inscrivent dans la tendance consumériste que l'on a pu observer en droit financier depuis plusieurs années visant à protéger l'investisseur en tant que « consommateur » de « produits financiers »⁶. L'application de principe des dispositions du Livre VI du Code de droit économique relatif aux « Pratiques du marché et protection du consommateur » aux produits financiers et aux offres d'instruments de placement (qui constituent une des catégories de produits financiers) est une autre illustration de cette tendance⁷.

D'un point de vue réglementaire, il en résulte une superposi-

⁴. Sur les mesures adoptées par les autorités publiques en réaction à la crise de 2008, voy. le remarquable ouvrage de M. SÈVE, *La régulation financière face à la crise*, Bruylant, 2013; voy. aussi A. BRUYNEEL, « Crise, marchés, entreprises financières: le retour de la réglementation? De 2008 à 2010: illusions ou changements? », *Euredia*, 2011, p. 59.

⁵. L'arrêté du 25 avril 2014 s'inspire ainsi en partie d'une proposition de règlement de la Commission européenne portant sur un nouveau « document d'informations clés » pour les produits d'investissement de détail (COM(2012) 352 final du 3 juillet 2012). Voy. sur les travaux « PRIPS », le site de la Commission: ec.europa.eu/finance/finservices-retail/investment_products/index_en.htm.

⁶. Sur cette tendance, voy. en particulier: P. VAN OMMELAGHE et J.-M. GOLLIER, « Le contrôle prudentiel et le consumérisme en droit financier », in *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten*, Intersentia, 2003, V.I, pp. 3 et s.

⁷. Antérieurement, la réglementation relative aux pratiques du marché et à la protection du consommateur s'appliquait aux services financiers mais les instruments financiers étaient expressément exclus de leur champ d'application. Le Roi avait néanmoins le pouvoir d'étendre l'application de la loi à de tels instruments financiers. Le Code de droit économique supprime l'exclusion de principe des instruments financiers des règles relatives aux pratiques du marché et à la protection du consommateur mais habilite le Roi à « *prendre des dispositions particulières ou à déroger à l'application de certaines* » de ces règles (art. VI.1, § 2) dans des matières particulières (cf. arrêté royal du 23 mars 2014 visant à prendre des dispositions particulières et à déroger à l'application de certaines dispositions du Livre VI du Code de droit économique pour certaines catégories de services financiers qui établit un nombre (limité) de règles particulières ou dérogatoires soit pour les « instruments de placement », soit pour les « produits financiers »). L'exception devient donc le principe. Il en résulte, selon les travaux préparatoires du Code de droit économique, que « *l'émetteur qui offre ses actions ou ses obligations en vente ou en souscription, fournit donc un service financier au sens de l'article 1.8, 18° du Code de droit économique* » (Doc. parl., Chambre, 2012-2013, n° 53-3018/001). Encore faut-il, sauf exception, que ce service soit fourni à des « consommateurs » pour que les dispositions du Livre VI du Code de droit économique s'appliquent.

tion de textes issus du droit de la consommation et du droit financier dont l'articulation est loin d'être évidente⁸ et une protection à « géométrie variable » selon que l'investisseur est un investisseur qualifié ou un client de détail (ce qui n'est pas neuf), un consommateur ou une personne (morale ou

physique) investissant à des fins entrant dans le cadre de son activité professionnelle. Tout ceci rend la matière plus complexe encore qu'elle ne l'était auparavant mais cette complexité est désormais inhérente au droit financier⁹.

II. OBJET DE LA PRÉSENTE ÉTUDE

4. La présente étude a pour premier objet de présenter les nouvelles règles applicables à la commercialisation de produits financiers et de déterminer dans quelle mesure ces règles s'appliquent à des placements privés d'instruments financiers, plus spécialement de titres de sociétés. Pour les besoins de la présente contribution, nous entendons cette notion de placement privé de manière large comme toute opération par laquelle de tels instruments sont proposés en vente ou en souscription et qui n'est pas soumise, en vertu de la loi OPIP (ou d'une législation équivalente), à l'obligation d'établir un prospectus.

La matière sera abordée principalement du point de vue des émetteurs ou des « offreurs » (selon la terminologie de la loi OPIP) des instruments financiers et non des intermédiaires qui les assistent, le cas échéant. D'autres contraintes sont en effet susceptibles de s'appliquer à ces intermédiaires, spécialement les « règles de conduite » issues de la directive « MiFID » transposées dans la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (« loi SSF ») et par l'arrêté royal « MiFID » du 3 juin 2007¹⁰.

La question à laquelle nous souhaitons répondre est à vrai dire assez simple: quelles sont les obligations, issues du droit

financier, qui s'imposent aux sociétés ou à leurs actionnaires qui recherchent des souscripteurs ou des acheteurs de leurs titres (actions, obligations ou warrants) sans faire une offre « publique » au sens de la loi OPIP? La nécessaire sécurité juridique impliquerait que cette question simple – et importante tant pour les sociétés que pour les actionnaires et les investisseurs – appelle une réponse claire. Nous verrons que ce n'est hélas pas toujours le cas.

5. La présente étude poursuit un second objectif: faire le point, à la lumière des évolutions récentes, sur certaines dispositions de la loi OPIP. Les règles nouvelles sont en effet l'occasion de revisiter les règles antérieures qu'elles complètent ou dont elles étendent le champ d'application.

L'exercice présente un double intérêt: d'une part, la bonne compréhension de la matière implique un bref rappel du champ d'application de la loi OPIP (*infra*, n°s 6 à 9) et des dispositions de celle-ci rendues applicables aux placements privés (*infra*, n° 10 et n°s 28 à 43); d'autre part, la loi OPIP et les réglementations voisines ont fait l'objet de diverses modifications éparses – et parfois substantielles – ces dernières années (*supra*, n° 2 et *infra*, n° 6).

III. LA RÉGLEMENTATION SUR LES OFFRES PUBLIQUES: RAPPEL DU CHAMP D'APPLICATION TRADITIONNEL ET DES PRINCIPES APPLICABLES

A. Champ d'application

6. Les offres publiques sont réglementées en droit belge

par la loi OPIP transposant la directive « prospectus » du 4 novembre 2003¹¹ (*supra*, n° 1). La loi OPIP a été modifiée principalement par la loi du 17 juillet 2013 transposant la

⁸ Les deux corps de règles s'appliquent en principe cumulativement mais le droit financier, en tant que *lex specialis*, peut néanmoins déroger, implicitement ou expressément, aux règles relatives à la protection des consommateurs en vertu de la règle « *Lex specialis derogat legi generali* ». En cas de contradiction, le droit financier doit en principe primer. L'application de ces règles et la détermination des normes applicables à une opération spécifique relèvent parfois du véritable « casse-tête » (voy. sur ces questions: V. COLAERT, « De toepassing van Boek VI van het Wetboek economisch recht op de financiële sector », in *Le cycle de vie des produits bancaires, d'investissement et d'assurance/De levenscyclus van bank-, beleggings- en verzekeringsproducten*, Bruxelles, Editions Larcier, 2014, p. 133).

⁹ Le constat n'est pas neuf. Les professeurs VAN RYN et HEENEN le faisaient déjà en 1988 (*Principes de droit commercial*, t. III, 2^e éd., 1988, n° 170, p. 155). Voy. aussi sur ce constat: *Rapport CBF 2002-2003*, p. 104.

¹⁰ Le rapport au Roi de l'arrêté royal du 25 avril 2014 souligne à ce propos que « *Le respect du présent arrêté (...) ne dispense évidemment pas la personne qui commercialise le produit du respect de ces règles de conduite (telle par exemple l'obligation d'établir un 'suitability test' en cas de fourniture de certains conseils. Ces règles de conduite demeurent donc applicables, en sus du présent arrêté.* » (M.B., 12 juin 2014, p. 44.473).

¹¹ Sur la loi OPIP, voy. not.: X. DIEUX et D. WILLERMAIN, « Offres publiques – Offres d'instruments de placement, offres d'acquisition, offres de reprise », *R.P.D.B.*, à paraître; J. PEETERS et T. VAN DYCK, « De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006 », *Dr. banc. fin.*, 2006, pp. 167 et s.; P. DELLA FAILLE, « La transposition de la directive prospectus en droit belge: une révolution de velours en droit financier », *R.D.C.*, 2007, pp. 3 et s.; Y. DE CORDT et G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Bruxelles, Larcier, 2008, p. 242, n°s 294 et s.; M. DUPLAT et Ph. LAMBRECHT, « Les offres publiques d'instruments de placement et l'exigence de prospectus en droit belge – Examen de la loi du 16 juin 2006 », *Rev. prat. soc.*, 2006, pp. 140 et s.; S. KERSZENBAUM et W. VAN DE WELE, « Een bespreking van de gewijzigde prospectuswet en enkele 'capita selecta' in verband met de aanbieding van beleggingsinstrumenten », *Forum financier/Dr. banc. fin.*, 2014/III, p. 99.

directive du 24 novembre 2010 modifiant la directive prospectus ainsi qu'au fil du temps par plusieurs autres lois, la dernière en date étant la loi du 25 avril 2014 portant des dispositions diverses (qui a notamment introduit un régime particulier pour les opérations de « crowdfunding ») (*infra*, n° 10, 3°)¹².

Le champ d'application de la loi OPIP, tel qu'il était originellement conçu, peut schématiquement se résumer comme il suit:

- 1° la loi OPIP a un champ d'application extrêmement large: elle s'applique, d'une part, à toute *offre publique d'instruments de placement* effectuée sur le territoire belge et, d'autre part, à toute *admission d'instruments de placement à la négociation sur un marché réglementé belge* (art. 15, § 1^{er}). Elle a également vocation à s'appliquer (partiellement) aux offres réalisées dans un autre Etat membre de l'Union européenne lorsque la Belgique est l'Etat membre d'origine.
- 2° le champ d'application de la loi OPIP est à « géométrie variable »: le type de dispositions applicables varie en fonction du type d'opération concernée. La loi OPIP distingue à cet égard les opérations dites « *harmonisées* »¹³, qui entrent dans le champ d'application de la directive prospectus et bénéficient du « passeport européen », et les opérations qui ne sont pas harmonisées (« *opérations non harmonisées* ») par cette directive prospectus mais que le législateur a néanmoins voulu intégrer dans le champ d'application de la loi afin de donner un cadre uniforme global aux offres publiques.
Parmi les opérations « harmonisées », la loi OPIP opère une distinction entre les opérations où la *Belgique est l'Etat membre d'origine*¹⁴, auxquelles les dispositions de la loi relatives au prospectus et à l'approbation du prospectus par la FSMA s'appliquent, et celles où la *Belgique est l'Etat membre d'accueil*, auxquelles seules les dispositions de la loi relatives aux effets du prospectus approuvé par l'autorité compétente étrangère et celles relatives aux communications à caractère promotionnel s'appliquent;

- 3° certains types d'offres sont purement et simplement *exonérés de l'application de la loi OPIP* (art. 16). Tel est le cas, par exemple, des offres publiques et les admissions à la négociation de parts émises par des organismes de placement collectif autres que ceux du type fermé¹⁵;
- 4° la loi OPIP contient enfin plusieurs dispositions habilitant le Roi à *étendre le champ d'application* de certaines des dispositions de la loi à des opérations qui ne sont en principe pas visées (voy. not. art. 15, § 2, 3 et 4).

Une disposition d'habilitation complémentaire a été insérée par la loi du 2 juillet 2010 donnant pouvoir au Roi de déclarer tout ou partie des dispositions de la loi OPIP relatives aux communications à caractère promotionnel ainsi que des Titres VII (responsabilité), XI (pouvoirs de la FSMA) et XIII (dispositions pénales et sanctions administratives) applicables à des offres d'instruments de placement qui sont effectuées sur le territoire belge et qui ne revêtent pas un caractère public ou qui sont exclues du champ d'application de la loi OPIP (art. 57/1). Le Roi s'est également vu octroyer le pouvoir de « *prévoir d'autres exigences* » applicables aux communications et autres documents « *qui ont trait à des offres publiques ou des admissions à la négociation sur le territoire belge* » (art. 58, § 4). C'est, notamment, en exécution de ces dispositions, qu'a été adopté l'arrêté royal précité du 25 avril 2014.

7. La « localisation » d'une offre publique est un élément important de détermination du champ d'application des dispositions de la loi OPIP (*supra*, n° 6). Celle-ci est cependant muette sur les critères qui permettent de déterminer le territoire sur lequel une offre est effectuée. Les autorités de contrôle – ESMA et FSMA – n'ont établi aucune recommandation à caractère général sur le sujet. Le constat est d'autant plus surprenant que la plupart des offres sont aujourd'hui réalisées, totalement ou partiellement, à distance, via le réseau internet et d'autres modes de communication électronique.

Tout au plus, la FSMA a-t-elle fourni quelques indications à ce sujet¹⁶, confirmant la jurisprudence antérieurement déve-

¹². La directive prospectus et la loi OPIP sont complétées par le règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive n° 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel (le « règlement prospectus »).

¹³. Les opérations « harmonisées » sont (i) les offres publiques de valeurs mobilières d'un montant total supérieur ou égal à 5.000.000 EUR et (ii) les admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un ou plusieurs marchés réglementés.

¹⁴. Sans entrer dans le détail de cette notion passablement complexe en raison des compromis politiques dont elle a fait l'objet, la Belgique est l'Etat membre d'origine et la FSMA est compétente, notamment, si l'émetteur a son siège statutaire en Belgique et si l'opération a pour objet des actions, des warrants ou d'autres options émises par l'émetteur des actions sous-jacentes ou des obligations d'une valeur nominale unitaire inférieure à 1.000 EUR.

¹⁵. Ces opérations, par exemple celles relatives aux SICAV, sont en effet régies par la réglementation spécifique applicable aux organismes de placement collectif (loi du 3 août 2012 relative aux organismes de placement collectif qui répondent aux conditions de la directive n° 2009/65/CE et aux organismes de placement en créances) (loi OPC).

¹⁶. Voy. Communication de la FSMA 2012/15 du 12 juillet 2012 « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding », p. 5.; voy. égal. *Rapport annuel CBF*, 1959-1960, p. 114 et 1967, p. 161. Sur cette question, voy. J. LEBRUN, *o.c.*, *La protection de l'épargne publique et la Commission bancaire*, n° 648; X. DIEUX et D. WILLERMAIN, « Questions de droit financier en relation avec l'offre de produits et de services financiers sur le réseau Internet », in *Internet et le droit*, Maklu, 2001, p. 555, spéc. n° 20, p. 573.

loppée par la Commission bancaire et financière sur la sollicitation de l'épargne publique « belge ». Selon la FSMA, « pour déterminer si une offre effectuée à partir d'un site internet est effectuée en Belgique, il convient de rechercher, au moyen de différents indices, si l'offre est dirigée vers le public belge: absence de 'disclaimer' indiquant que l'offre n'est pas dirigée vers le public belge, langue utilisée, informations spécifiques sur le régime légal belge (notamment fiscal), etc. ». Il faut donc rechercher, au moyen de ces différents facteurs, si l'offre est dirigée vers la Belgique, si elle tend à solliciter « l'épargne belge », selon l'ancienne terminologie de la Commission bancaire et financière¹⁷. La clause dans les conditions de l'offre indiquant que celle-ci n'est pas dirigée vers le public belge est un de ces facteurs mais n'est pas en soi décisive¹⁸.

B. Notion d'offre publique

8. Une offre publique est « une **communication** adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et **présentant une information suffisante** sur les conditions de l'offre et sur les **instruments de placement** à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces instruments de placement, et qui est faite par la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement ou pour son compte » (art. 3, § 1^{er}, de la loi OPIP)¹⁹. De cette définition, il résulte qu'une offre publique suppose:

1° une communication. Toutes les techniques et moyens, actuels ou futurs, de communication sont visés²⁰. Il peut donc s'agir d'une communication écrite, électro-

nique (p. ex. une plate-forme en ligne²¹ ou un « SMS »), voire même simplement orale (p. ex. une annonce à la radio ou faite lors d'un séminaire)²². Le destinataire de la communication est indifférent;

2° relative à des *instruments de placement*. Cette notion, propre au droit belge, est plus large que la notion traditionnelle de valeurs mobilières utilisée par la directive prospectus et que celle d'instruments financiers utilisée par la directive MiFID et la loi SSF.

L'article 4, § 1^{er}, de la loi OPIP énumère différents titres et « instruments » considérés comme des instruments de placement, parmi lesquels les valeurs mobilières (actions et obligations, notamment), les instruments du marché monétaire, les instruments financiers à terme et, depuis la loi du 4 avril 2014, les instruments de placement *sui generis* permettant d'effectuer des investissements « alternatifs » en biens meubles et exploitations agricoles (art. 4, § 1^{er}, 3^o bis)²³. L'énumération se termine par une catégorie « résiduaire » – ou « catch all » – visant « tous les autres instruments permettant d'effectuer un investissement de type financier, quels que soient les actifs sous-jacents ». La seule caractéristique commune de ces différents instruments est qu'ils permettent de réaliser un « investissement de type financier » et sont susceptibles de faire l'objet d'une offre publique ou d'une admission à la négociation. La négociabilité de l'instrument ou sa nature contractuelle est indifférente²⁴. Echappent néanmoins à la catégorie des instruments de placement, les produits dont le but n'est pas de réaliser un « investissement de type financier » mais une opération d'une autre nature²⁵;

¹⁷. Rapport annuel CBF, 1959-1960, p. 113.

¹⁸. D. RAES, « Le crowdfunding: un mode de financement issu de la pratique », in *Le droit bancaire et financier en mouvement*, Bruxelles, Bruylant, 2012, p. 190, n° 177.

¹⁹. La définition est directement inspirée de la directive prospectus (art. 2, § 1, d)). On a souligné qu'elle traitait à la fois de la définition de la notion d'offre et de son caractère « public » sans définir spécifiquement ce dernier. Toute offre répondant à cette définition est automatiquement « publique » et potentiellement visée par la loi OPIP, ce qui a conduit le législateur à considérer certaines offres comme ne présentant pas un caractère « public » (*infra*, n° 9). Pour une analyse détaillée de la notion d'offres publiques, voy. X. DIEUX et D. WILLERMAIN, *op. cit.*, R.P.D.B., à paraître.

²⁰. Pour un aperçu des moyens de communication potentiellement visés, on se référera à l'article 34 du règlement prospectus qui énumère, de manière non exhaustive, les moyens de diffusion des « communications à caractère promotionnel ».

²¹. Pour un cas d'application, voy. Rapport CD, 2009-2010, p. 67. Les plates-formes internet de « crowdfunding » sont ainsi visées (voy. Communication FSMA 2012/5 du 12 juillet 2012 « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding »).

²². L'article 34 précité du règlement prospectus inclut ainsi, parmi les moyens de communication, les « séminaires et présentations », les « appels téléphoniques avec ou sans intervention humaine », la « radio » et la « télévision ».

²³. Sont visées différentes sortes de produits qui sont proposés au public à titre de placements « alternatifs » aux produits d'investissement et d'épargne classiques et qui portent notamment sur « des objets d'art, des pièces de collection, des vieux manuscrits, des boissons alcoolisées, des monnaies anciennes, des matières premières » (voy. Communication FSMA 2014/13 du 13 novembre 2014 à l'attention des entreprises qui commercialisent des produits d'investissement en biens meubles ou immeubles, gérés de manière collective). Leur qualification juridique exacte est délicate mais ils seront qualifiés d'instruments de placement si (i) le bien ou l'exploitation concerné est « organisé » en association, indivision ou groupement, de droit ou de fait (condition imprécise mais qui sera généralement remplie si les autres conditions le sont), (ii) si ce bien ou cette exploitation est géré collectivement par un professionnel et (iii) si les droits de l'investisseur ne comprennent pas la livraison inconditionnelle, irrévocable et intégrale de biens en nature. Le droit doit donc avoir une contrepartie en espèces (typiquement les revenus des biens gérés collectivement).

²⁴. S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives », *Forum financier/Rev. banc. fin.*, 2014/6, p. 457 qui citent l'exemple de contrats de créances standardisés proposés par des plates-formes de crowdfunding.

²⁵. Tel est le cas des projets de « crowdfunding » dans le secteur artistique « où la contrepartie du financement n'est pas un produit financier mais un avantage en nature tel un exemplaire d'une œuvre d'art » (Communication de la FSMA 2012/15 précitée, p. 4). Tel est le cas également des « placements » ayant pour objet des biens immeubles (un appartement, p. ex.) mais dont la contrepartie est la jouissance privative physique effective (des nuitées dans le bien) ou économique (des loyers pour autant qu'ils ne soient pas mis en communs avec ceux d'autres appartements) du bien, même si ce bien est géré collectivement par un professionnel (voy. Communication précitée de FSMA 2014/13 du 13 novembre 2014 à l'attention des entreprises qui commercialisent des produits d'investissement en biens meubles ou immeubles, gérés de manière collective).

- 3° dont le contenu est suffisamment précis quant à l'objet et aux conditions de l'offre pour permettre à leur destinataire d'y répondre en achetant ou en souscrivant aux instruments de placement qui font l'objet de l'offre. Pour que cette condition soit remplie, « *il faut que l'objet de l'offre soit décrit dans ses principales caractéristiques et que le prix de l'offre soit déterminé ou déterminable* »²⁶. Il faut, mais il suffit donc, que l'objet de l'offre (les instruments offerts) et son prix soient déterminés ou déterminables²⁷;
- 4° et émanant de l'émetteur (c.-à-d. la personne morale qui a émis, émet ou se propose d'émettre des instruments de placement (loi OPIP, art. 9, 2°)), de l'offreur (c.-à-d. la personne morale ou physique qui offre en vente, en souscription ou en échange au public des instruments de placement (loi OPIP, art. 9, 1°)) ou d'une personne agissant pour leur compte²⁸.

Est présumée agir pour le compte de la personne qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement, toute personne qui perçoit directement ou indirectement une rémunération ou un avantage à l'occasion de l'offre (loi OPIP, art. 3, § 1^{er}, al. 2). Même si la loi ne le précise pas, la rémunération ou l'avantage perçu doit être supporté par l'offreur ou l'émetteur^{29, 30}.

9. Par exception, certaines offres, en raison soit de la qualité ou du nombre de destinataires, soit de l'importance ou, au contraire, du peu d'importance de la contrepartie offerte, ne revêtent pas un caractère public et échappent donc en principe à la loi OPIP. Elles sont, pour ce motif, parfois appelées « placements privés ». Il s'agit plus spécifiquement des opérations suivantes (art. 3, § 2, de la loi OPIP):

- 1° les offres d'instruments de placement adressées uniquement aux *investisseurs qualifiés*, au sens de l'article 10, § 1^{er}, de la loi OPIP. Sont considérés comme de tels investisseurs qualifiés (i) les « clients professionnels » visés à l'annexe A de l'arrêté royal « MiFID » du 3 juin 2007, en ce compris les investis-

seurs (personnes physiques et PME) qui ont demandé à leur établissement financier d'être qualifiés comme tels (« *opt in* ») et (ii) les « *contreparties éligibles* » au sens de l'article 3, § 1^{er}, de cet arrêté royal MiFID³¹. L'idée sous-jacente à cette exclusion est qu'en égard à leur niveau – présumé – de compétences, de tels investisseurs ne doivent pas être protégés comme des investisseurs du « public » et n'ont pas besoin d'un prospectus pour se forger une opinion sur les instruments financiers qui leur sont proposés³². Nous y reviendrons ci-après (*infra*, n° 16);

- 2° les offres d'instruments de placement adressées à *moins de 150 personnes* physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par Etat membre de l'Espace économique européen (le nombre d'investisseurs acceptant l'offre étant évidemment indifférent). Les offres adressées à un nombre restreint d'investisseurs sont donc considérées comme « non publiques », ce qui est conforme au champ d'application traditionnel de la réglementation (*supra*, n° 1);
- 3° les offres d'instruments de placement qui requièrent une *contrepartie d'au moins 100.000 EUR* par investisseur et par offre distincte et les offres d'instruments de placement dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 100.000 EUR. Le fondement de cette exception est similaire à celui justifiant l'exclusion des investisseurs qualifiés de la protection de la loi;
- 4° les offres d'instruments de placement dont le *montant total est inférieur à 100.000 EUR* (exception « *de minimis* »), ce montant devant être calculé sur une période de 12 mois. L'exception est notamment utilisée dans le cadre des opérations de « *crowdfunding* » qui, en étant limitée à 100.000 EUR, n'ont pas un caractère public et échappaient, du moins jusqu'à présent, à la loi OPIP. On verra néanmoins que l'arrêté royal du 25 avril 2014 modifie quelque peu la donne sur ce dernier point (*infra*, n° 11) et qu'un nouveau cas de dispense de prospectus a été introduit pour ce type d'opérations (*infra*, n° 10, 3°).

²⁶. *Exposé des motifs* de la loi OPIP, *Doc. parl.*, Chambre, 2005-2006, n°s 51-2344/1 et 2345/1, p. 26.

²⁷. De cette exigence, il résulte qu'une communication préalable destinée à annoncer ou à promouvoir une opération publique future ou concomitante ne constitue pas une offre publique, sauf si cette communication indique un prix déterminé ou déterminable. Cette exigence d'une information suffisante peut paraître paradoxale puisqu'il suffirait de ne fournir aucune information précise (p. ex. quant au prix) pour échapper à la notion d'offre publique et à l'obligation de publier un prospectus. Une telle communication est cependant susceptible de constituer une communication à caractère promotionnel (*infra*, n° 28) ou d'être visée par l'article 64 de la loi OPIP prohibant le « *teasing* » (*infra*, n° 10, 4°).

²⁸. Lorsqu'une offre publique est faite par la personne morale qui est en mesure d'émettre les instruments concernés, les termes « offreur » et « émetteur » sont synonymes. Lorsque l'offre publique émane d'une personne qui détient les instruments concernés sans les avoir émis (cas, p. ex., d'un actionnaire qui met en vente sa participation), cet actionnaire est désigné par le terme « offreur ».

²⁹. *Exposé des motifs* de la loi OPIP, *Doc. parl.*, Chambre, 2005-2006, n° 51-2344/1 et 2345/1, p. 27.

³⁰. Sont ainsi visés, notamment, les établissements de crédit et les intermédiaires financiers qui assistent l'offreur ou l'émetteur dans le cadre de la préparation de l'offre ou de son exécution, comme les banques membres du syndicat de placement des titres. Ne sont en revanche pas visées, et n'impliquent donc pas une offre publique, les communications émanant de tiers (journalistes, analystes, conseillers en placement, etc.), dans la mesure où ces tiers ne perçoivent pas un avantage à l'occasion de l'offre à charge de l'offreur ou de l'émetteur.

³¹. Sur ces concepts dans la législation Mifid, voy. not., Ph.-E. PARTSCH, *Droit bancaire et financier européen*, Bruxelles, Larcier, 2009, pp. 421 et s.; P. DELLA FAILLE, *La modernisation des marchés financiers*, Anthémis, 2008, pp. 192 et s.

³². Cf. le 16^e considérant de la directive prospectus.

C. Principes applicables

10. Les principes de base énoncés par la loi OPIP n'ont pas été substantiellement modifiés depuis la première réglementation dans notre pays des « émissions de titres et valeurs » (*supra*, n° 1). Ils ont néanmoins été adaptés et complétés au fil du temps pour tenir compte de l'évolution du droit européen et de la diversification des instruments de placement ainsi que pour renforcer la protection des investisseurs. Ils peuvent se résumer comme il suit:

- 1° toute offre publique d'instruments de placement effectuée sur le territoire belge et toute admission de tels instruments à la négociation sur un marché réglementé belge – autres que les opérations échappant au champ d'application de la loi dont il a été question ci-avant (*supra*, n° 6, 3°) – requièrent en principe la publication préalable d'un prospectus par l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un tel marché (loi OPIP, art. 17 et 20). Ce prospectus doit être préalablement approuvé par l'autorité compétente (en Belgique, la FSMA);
- 2° le contenu du prospectus, le processus d'approbation de celui-ci et l'autorité compétente pour l'approuver varient selon que l'offre est une offre « harmonisée » ou une offre « non harmonisée » et, dans le premier cas, selon que la Belgique est l'Etat membre d'origine ou non³³ (*supra*, n° 6, 3°);
- 3° la loi OPIP exonère néanmoins de l'obligation de publier un prospectus pour certaines offres publiques (art. 18, § 1^{er}) ainsi que certaines admissions à la négociation sur un marché réglementé (art. 18, § 2)³⁴. Certaines de ces exceptions proviennent de la directive prospectus et s'appliquent tant aux opérations « harmonisées » qu'à celles qui ne le sont pas. Tel est le cas, par exemple, de la plupart des offres de valeurs mobilières destinées aux membres du personnel.

D'autres sont spécifiques au droit belge et ne concernent que les opérations « non harmonisées ». Le législateur belge a ainsi pris l'initiative d'introduire une nouvelle dispense à l'obligation d'établir un prospectus afin de faciliter les opérations de « crowdfunding »³⁵, pour autant (i) que chaque investisseur puisse donner suite à l'offre publique pour un maximum de 1.000 EUR, (ii) que le montant total de l'offre soit inférieur à 300.000 EUR et (iii) que tous les documents se rapportant à l'offre publique mentionnent le montant total de celle-ci, ainsi que l'investissement maximal par investisseur³⁶.

Les offres publiques pour lesquelles un prospectus n'est pas requis en vertu d'une de ces dispenses échappent également à la prohibition du « teasing » édictée par l'article 64 (*infra*, 4°). De telles offres peuvent donc faire l'objet de communications destinées à susciter des demandes ou des marques d'intérêts de la part d'investisseurs potentiels. La réglementation relative aux communications à caractère promotionnel leur est en revanche applicable (*infra*, n° 28). Il en est de même du monopole d'intermédiation obligatoire, sauf pour les offres bénéficiant de l'exception « crowdfunding » (*infra*, n° 41);

- 4° ce dispositif est complété par quatre (séries de) règles:
 - (i) la première consacre le « *monopole d'intermédiation* » des établissements et intermédiaires financiers visés par la loi (art. 56): en principe, seuls les intermédiaires professionnels peuvent intervenir dans le cadre de « *tout placement d'instruments de placement effectués sur le territoire belge* », sous réserve des exceptions édictées par la loi OPIP (*infra*, n° 41);
 - (ii) la deuxième régit les *communications à caractère promotionnel* et autres documents et

33. Trois cas de figure peuvent être distingués à cet égard:

(i) dans le cadre d'une offre « harmonisée », si la Belgique est l'Etat membre d'origine, le prospectus devra être établi sur la base du règlement prospectus (loi OPIP, art. 26, § 1^{er}) et devra être approuvé par la FSMA (loi OPIP, art. 22, § 1^{er}); il en est de même si l'offre porte sur un montant inférieur à 5.000.000 EUR (seuil fixé par la directive prospectus) mais que l'offreur ou l'émetteur soumet volontairement son offre aux dispositions de la loi OPIP relatives à l'approbation par la FSMA d'un prospectus dans le cadre d'une opération harmonisée afin de bénéficier de la portée communautaire de l'approbation du prospectus (faculté d'« opt in »);

(ii) dans le cadre d'une offre « harmonisée », si la Belgique n'est pas l'Etat membre d'origine (l'offre étant néanmoins effectuée en tout ou en partie sur le territoire belge ou l'admission à la négociation ayant lieu sur un marché réglementé belge), le prospectus sera approuvé par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine, conformément à la directive prospectus et aux dispositions nationales prises en exécution de celle-ci (loi OPIP, art. 37, § 1^{er}). Il en est de même si l'offre n'est pas une offre harmonisée mais que l'offreur ou l'émetteur a fait usage de la faculté d'« opt in » dans son Etat membre d'origine (loi OPIP, art. 37, § 1^{er});

(iii) dans le cadre d'une offre « non harmonisée », le prospectus doit également être approuvé par la FSMA, mais son contenu est déterminé par l'arrêté royal du 31 octobre 1991 relatif au prospectus à publier en cas d'émission publique de titres et valeurs; il ne bénéficie pas du « passeport européen ».

34. Lorsqu'une opération comporte – ou est susceptible de comporter – à la fois une offre publique et une admission à la négociation, la dispense s'applique généralement aux deux opérations. Tel est le cas, par exemple, des instruments de placement offerts dans le cadre d'une offre publique d'échange (pour autant que des informations considérées par la FSMA comme équivalentes à celles que doit contenir le prospectus soient mises à la disposition du public).

35. Certaines catégories d'instruments financiers moins courants – comme les « futures » et « swaps » – ne bénéficient pas de cette exception. Ils ne sont généralement pas proposés par des plates-formes de « crowdfunding ».

36. L'émetteur qui invoque cette dispense doit communiquer à la FSMA, avant l'ouverture de l'offre publique, ainsi que tous les 12 mois en cas d'offre continue, tous les documents établissant que les conditions de la dispense sont remplies. Sur cette nouvelle dispense, voy. la communication de la FSMA 2014/04 du 26 juin 2014 « *Coopératives, plans de participation et crowdfunding: offres publiques bénéficiant d'une dérogation à l'obligation de publier un prospectus – aperçu et instructions pratiques* ».

avis se rapportant à une offre (art. 57 à 60) (*infra*, n° 28);

- (iii) la troisième interdit ce que l'on pourrait appeler en utilisant un terme de marketing le « *teasing* »³⁷, c'est-à-dire toute communication effectuée sur le territoire belge, à l'attention de plus de 150 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, « *tendant à offrir des renseignements ou des conseils ou à susciter des demandes de renseignements ou de conseils relatifs à des instruments de placement créés ou non encore créés qui font ou feront l'objet d'une offre en vente ou en souscription, lorsque cette communication émane de celui qui est en mesure d'émettre ou de céder les instruments de placement concernés ou est effectuée pour son compte* », sauf si un prospectus a été ou est en cours d'approbation

par une autorité compétente ou si aucun prospectus ne doit être établi (art. 64)³⁸;

- (iv) enfin, la loi OPIP instaure des règles dérogeant au droit commun de la responsabilité, dans le but d'éviter certains des écueils auxquels les investisseurs se heurtent, en vertu de ce droit commun, lorsqu'ils tentent de mettre en cause la responsabilité des émetteurs ou des offreurs (*infra*, n° 32). Dans un même souci de protection des investisseurs, la loi OPIP aménage également désormais le régime des nullités lorsqu'une offre est réalisée de manière irrégulière (*infra*, n° 35).

L'ensemble est soumis au contrôle de la FSMA, qui dispose de larges pouvoirs d'investigation, d'injonction et de sanction (*infra*, n° 38). Certaines infractions à la loi OPIP sont en outre passibles de sanctions pénales (*infra*, n° 39).

IV. LES NOUVELLES RÈGLES RELATIVES À LA COMMERCIALISATION DE PRODUITS FINANCIERS AUPRÈS DE CLIENTS DE DÉTAIL

A. Présentation générale

11. L'arrêté royal du 25 avril 2014³⁹ a pour but de « *renforcer la protection des clients de détail lors de la commercialisation de produits financiers et ce, en suivant une approche transversale* »⁴⁰, c'est-à-dire en soumettant au même corps de règles la commercialisation de tous les types de produits financiers, qu'il s'agisse de produits d'épargne (comptes d'épargne et produits des « *branches 21 et 23* »⁴¹), d'investissement (y compris les instruments de placement) ou d'assurance et quel que soit le « *canal de distribution* » de ces produits. Il « *vient à la fois rationaliser et compléter* » les exigences déjà prévues par la réglementation existante, notamment par la loi OPIP⁴². A cette fin, il établit « *certaines obligations en matière d'information à respecter à l'égard des clients de détail lors de la commercialisation à titre professionnel de produits financiers sur le territoire belge* » (art. 1^{er}, § 1^{er}).

Plus spécifiquement, l'arrêté impose deux types d'obligations: d'une part, il prévoit la remise aux clients de détail, lors de la commercialisation de produits financiers, d'une « *fiche d'information* » standardisée (*infra*, n° 18 à 21); d'autre part, il réglemente la « *publicité* » et les « *autres documents et avis* » diffusés spécifiquement dans le cadre de la commercialisation de produits financiers auprès de clients de détail (*infra*, n° 22 à 25).

En outre, faisant usage de l'habilitation légale prévue par l'article 57/1 de la loi OPIP (*supra*, n° 6, 4°)⁴³, l'arrêté royal du 25 avril 2014 (art. 9, § 3) rend applicable à deux types d'opérations qui échappent en principe au champ d'application de la loi OPIP, les dispositions de cette loi relatives (i) aux communications à caractère promotionnel (art. 57 à 59), (ii) à la responsabilité (art. 61), (iii) aux pouvoirs de la FSMA (art. 67) et (iv) aux sanctions pénales et administratives (art. 69 à 72). Cette extension du champ d'application de la loi OPIP à des offres non publiques n'est pas spécifique-

37. « *Aguichage* » en français. Le « *teasing* » est une technique de vente consistant à attirer le client potentiel par un message de communication en plusieurs étapes. L'étape initiale (le « *teaser* ») interpelle le public par un message – généralement énigmatique – qui l'invite à s'intéresser à la suite de l'action de communication et au produit.

38. Cette interdiction a pour but d'éviter qu'une personne, sans procéder à une offre soumise à la loi OPIP, par exemple en proposant des actions sans préciser le prix de vente (*supra*, n° 8, 3°), suscite de l'intérêt pour une opération échappant ainsi aux dispositions de la loi.

39. Pour une première présentation générale de cet arrêté royal, voy. N. FLAMEN, H. VAN DRIESSE et H. SEELDRAYERS, « *Koninklijk besluit van 25 april 2014 betreffende bepaalde informatieverplichtingen bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten, de reglementen van de FSMA van 3 april 2014 inzake het risicolabel en het commercialiseringsverbod, en diverse wetwijzigingen in de bevoegdheidsdomeinen van de FSMA* », *Forum financier/Rev. banc. fin.*, 2014/4, p. 273; G. SCHAEKEN WILLEMAERS, « *Client protection under Belgian financial law: recent developments in information duties, product intervention and beyond* », *R.I.S.F.-I.R.F.S.*, 2014/4, pp. 58-70.

40. Rapport au Roi de l'arrêté royal (*M.B.*, 12 juin 2014, p. 44.471).

41. Une assurance vie « *branche 21* » est une assurance vie impliquant peu de risques et un capital garanti. Une assurance vie « *branche 23* » est une assurance vie associée à des produits de placement plus risqués, offrant un rendement potentiel plus élevé, mais sans aucune garantie.

42. Rapport au Roi de l'arrêté royal (*M.B.*, 12 juin 2014, p. 44.472).

43. Outre l'article 57/1 précité, l'arrêté royal a également comme base légale l'article 58, § 4, de la loi OPIP (*supra*, n° 5, 3°) – mais cette dernière disposition d'habilitation est limitée aux offres « *publiques* » – ainsi que diverses dispositions d'autres législations financières, en particulier la loi SSF, citées dans le préambule du texte.

ment justifiée par le rapport au Roi mais l'objectif est manifestement d'étendre le pouvoir de contrôle – *a posteriori* – de la FSMA à des opérations qui se réalisaient en marge de la loi OPIP, notamment certaines opérations de « crowdfunding », dès lors qu'elles sont destinées à des clients de détail.

12. L'arrêté royal du 25 avril 2014 ne contient aucun régime de sanction spécifique. Sur le plan civil, c'est donc le droit commun de la responsabilité et des nullités qui s'appliquera. La loi OPIP contient à cet égard d'importantes dérogations au régime de responsabilité en ce qui concerne le prospectus d'émission et les communications à caractère promotionnel (*infra*, n^{os} 33 et 34). Ces règles sont rendues applicables à certaines offres non publiques mais, comme on le verra ci-après, la portée de cette extension est relativement limitée (*infra*, n^{os} 36 et 37).

La loi « Twin Peaks II » a introduit quant à elle d'importantes dérogations au régime des nullités, notamment lorsque des offres publiques sont réalisées de manière irrégulière (*infra*, n^o 35) mais ces règles n'ont pas été étendues aux commercialisations de produits financiers ne respectant pas les nouvelles règles de l'arrêté. Il en résulte, selon nous, que la violation de ces règles n'est pas susceptible d'entraîner la nullité de l'opération (*infra*, n^o 36).

Sur le plan « administratif », la FSMA dispose de larges pouvoirs de contrôle et de sanctions. Cet arsenal a encore été étendu et renforcé récemment par la loi du 4 avril 2014, laquelle a notamment modifié la loi SSF afin de permettre à la FSMA, lorsqu'elle enjoint à une personne de se conformer aux dispositions de cette loi ou des arrêtés pris en exécution de celle-ci, comme l'arrêté royal du 25 avril 2014, de suspendre la commercialisation d'un produit financier aussi longtemps que ces dispositions ne sont pas respectées (art. 36, § 1^{er}, dernier alinéa nouveau). L'arrêté rend en outre applicables à certaines offres non publiques les pouvoirs dont la FSMA dispose en vertu de la loi OPIP ainsi que les sanctions (pénales et administratives) prévues par cette loi (*infra*, n^{os} 38 à 40).

B. Champ d'application de l'arrêté royal du 25 avril 2014

1. Présentation générale

13. D'une manière générale, et sous réserve des exceptions sur lesquelles nous reviendrons ci-après (*infra*, n^{os} 19 et 20), les obligations d'informations prévues par l'arrêté royal du 25 avril 2014 s'appliquent (i) lorsqu'il y a « *commercialisation* » (*infra*, n^o 14), (ii) « *à titre professionnel* » (*infra*, n^o 17), (iii) de « *produits financiers* » (*infra*, n^o 15) (iv) auprès de « *clients de détail* » (*infra*, n^o 16) « *sur le territoire belge* »⁴⁴ (art. 1^{er}, § 1^{er}, al. 1^{er}).

Par dérogation, les « *obligations d'information* » de l'arrêté ne sont pas applicables si l'achat ou la souscription « *du produit financier* » requiert, dans le chef du client de détail, une contrepartie d'au moins 100.000 EUR (ou 250.000 EUR s'agissant de parts d'organismes de placement collectif à nombre variable de parts) (art. 1^{er}, § 1^{er}, 2^e al.)⁴⁵. Les investisseurs qui sont en mesure d'investir de tels montants sont en effet censés disposer « *d'autres moyens d'être correctement informés sur les produits dans lesquels ils envisagent d'investir* »⁴⁶.

Selon le texte, ce montant devrait se calculer par « *produit financier* ». Le *ratio legis* du texte et une application raisonnable de celui-ci justifieraient néanmoins d'admettre que l'exception puisse également jouer si le montant global de la contrepartie à payer par le client de détail pour l'ensemble des instruments financiers à souscrire par lui dans le cadre d'un même placement – par exemple une participation dans une société – est supérieur à 100.000 EUR même si la valeur individuelle de ces instruments (p. ex. les actions composant la participation) est inférieure à 100.000 EUR.

2. Commercialisation

14. Par commercialisation, le texte vise la simple « *présentation* » « *d'un produit financier, de quelque manière que ce soit, en vue d'inciter un client de détail existant ou potentiel à acheter, à souscrire, à adhérer, à accepter, à signer ou à ouvrir le produit financier* » (art. 2, 1^o)⁴⁷. Aucun critère « *quantitatif* » et aucune exclusion en fonction du nombre de personnes concernées par la commercialisation ne sont prévus, à la différence du régime instauré par la

⁴⁴ La « *localisation* » d'une opération de « *commercialisation* » d'un produit financier n'est pas déterminée par l'arrêté. On se référera utilement aux critères dégagés dans le cadre des offres publiques (voy. *supra*, n^o 7).

⁴⁵ Une seconde dérogation est prévue « *lorsque la commercialisation d'un produit financier admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un MTF a lieu dans le cadre de la prestation d'un service de réception et de transmission d'ordres ou d'exécution d'ordres au sens respectivement de l'article 46, 1^o, 1. et 2. de la loi du 6 avril 1995 relative au statut et au contrôle des entreprises d'investissement, lorsque le prestataire de ce service ne perçoit pas d'autre rémunération à l'occasion de la commercialisation que celle liée à la réception et la transmission ou l'exécution des ordres, selon le cas* » (art. 1^{er}, § 2). Sur la justification de cette dérogation, voy. rapport au Roi précité (*M.B.*, 12 juin 2014, p. 44.474).

⁴⁶ Rapport au Roi de l'arrêté royal (*M.B.*, 12 juin 2014, p. 44.474).

⁴⁷ La notion de « *commercialisation* » apparaît dans d'autres textes de droit financier. On retrouve ainsi une définition similaire – mais pas totalement identique – dans l'article 30bis de la loi SSF. Une autre définition en est donnée par la loi du 19 avril 2014 relative aux organismes de placement collectif alternatifs et à leurs gestionnaires (loi OPCA) (art. 3, 26^o).

loi OPIP qui exclut de son champ d'application les offres destinées à un nombre restreint d'investisseurs (*supra*, n° 9, 2°).

Aucun critère « qualitatif » relatif au contenu de la « présentation » n'est davantage prévu. En particulier, à la différence de ce que prévoit la loi OPIP pour définir la notion d'offre publique (*supra*, n° 8, 3°), il n'est nullement requis que cette « présentation » contienne des informations suffisantes pour permettre à son destinataire d'y répondre. La notion est donc plus large que celle d'offre publique. Ainsi, il y a commercialisation d'instruments de placement au sens de l'arrêté royal, même lorsque cette commercialisation a lieu auprès de moins de 150 clients de détail et que l'offre ne revêt dès lors pas un caractère public au sens de la loi OPIP.

3. De produits financiers

15. L'arrêté s'applique à tous les produits financiers au sens de l'article 2, alinéa 1^{er}, 39°, de la loi SSF⁴⁸. La notion de « produits financiers » – introduite par la loi « Twin Peaks II » – n'est pas d'origine européenne mais purement nationale. Elle vise « les produits d'épargne, d'investissement ou d'assurance ». Il s'agit donc d'« une notion générique au champ d'application large »⁴⁹.

La notion de « produits financiers » comprend tous les « instruments financiers » au sens de l'article 2, 1°, de la loi SSF et plus largement encore tous les « instruments de

placement » au sens de la loi OPIP (*supra*, n° 8, 2°). Sont ainsi visés tous les titres émis par les sociétés commerciales.

4. Auprès de clients de détail

16. Le « client » est non seulement « toute personne physique ou morale à qui une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit fournit des services d'investissement et/ou des services auxiliaires » mais aussi « toute personne physique ou morale qui utilise d'autres services financiers ou des produits financiers visés dans la disposition concernée » (art. 2, al. 1^{er}, 27°, loi SSF)⁵⁰. Quant au client de « détail », il s'agit de tout « client qui n'est pas traité comme un client professionnel » (loi SSF, art. 2, 29°) au sens de l'arrêté royal « MiFID » du 3 juin 2007⁵¹.

La catégorie des « clients professionnels » regroupe deux sous-catégories: d'une part, les clients professionnels « de droit » qui entrent dans l'une des nombreuses catégories prévues par l'annexe à l'arrêté royal « MiFID »; il s'agit, en substance, des entreprises réglementées, des « grandes entreprises », de l'Etat et d'autres entités publiques et des « investisseurs institutionnels »⁵²; d'autre part, les investisseurs ne rentrant pas dans ces catégories mais qui ont demandé à leur prestataire de services financiers à être traités comme des clients professionnels et qui satisfont aux critères relativement stricts devant être remplis pour qu'il soit fait droit à une telle demande (faculté d'« opt in »)⁵³.

48. Une exception est néanmoins prévue pour les produits dits du « premier pilier » (pensions légales) et du « second pilier » (pensions complémentaires souscrites par certains employeurs) de pension (art. 1^{er}, § 2, de l'arrêté royal du 25 avril 2014).

49. *Doc. parl.*, Chambre, 2012-2013, n° 53-2872/001, p. 18.

50. Cette extension de la notion de client, issue de la loi « Twin Peaks II », a été justifiée comme il suit dans les travaux préparatoires de cette loi: « A l'heure actuelle, [la définition de client] ne fait mention que des services d'investissement et des services auxiliaires. Or, le terme 'client' doit recevoir une acception plus large dans les dispositions légales qui ont trait à des services financiers plus étendus ou autres (que des services d'investissement) ou à des produits financiers » (*Doc. parl.*, Chambre, 2012-2013, n° 53-2872/001, p. 18).

51. Même si cela n'apparaît pas clairement dans le texte de l'arrêté royal, le rapport au Roi confirme que l'arrêté « se réfère (...) à une classification des clients issue de la directive Mifid » (*M.B.*, 12 juin 2014, p. 44.471).

52. Sont considérées comme étant des clients professionnels « de droit »:

(1°) les entités qui sont « tenues d'être agréées ou réglementées pour opérer sur les marchés financiers »: établissements de crédit, entreprises d'investissement, autres établissements financiers agréés ou réglementés, entreprises d'assurances, organismes de placement collectif et leur société de gestion, fonds de retraite et leur société de gestion, négociants en matières premières et instruments dérivés de celles-ci, « entreprises locales » (« locals » selon la terminologie anglaise) et autres « investisseurs institutionnels » (ce dernier terme n'étant lui-même pas défini);

(2°) les grandes entreprises qui réunissent deux des critères de taille suivants: un bilan de 20 million d'euros, un chiffre d'affaires net de 40 millions d'euros ou des fonds propres de 2 millions d'euros;

(3°) les gouvernements nationaux et régionaux, les organismes qui gèrent la dette publique, les banques centrales, les institutions internationales et supranationales comme la Banque mondiale, le FMI, la BCE, la BEI et les autres organisations internationales analogues;

(4°) d'« autres investisseurs institutionnels » « dont l'activité principale consiste à investir dans des instruments financiers, notamment les entités s'occupant de la titrisation d'actifs et d'autres opérations de financement ». La notion d'« investisseur institutionnel » est ainsi visée deux fois sans être définie.

Toutes ces entités qui constituent des clients professionnels « de droit » peuvent toutefois demander à être considérées comme des clients de détail et bénéficier ainsi d'un niveau de protection plus élevé. Une telle faculté d'« opt out » n'existait pas auparavant dans la loi OPIP.

53. L'établissement de crédit ou l'entreprise d'investissement, dont l'investisseur est le client ne peut faire droit à une telle demande « qu'à la condition qu'une évaluation adéquate par l'entreprise réglementée, de la compétence, de l'expérience et des connaissances du client procure à l'entreprise réglementée, l'assurance raisonnable, à la lumière de la nature des transactions ou des services envisagés, que celui-ci est en mesure de prendre ses propres décisions d'investissements et de comprendre les risques encourus ». Dans le cadre de l'évaluation de la compétence et des connaissances du client, au moins deux des critères suivants doivent être satisfaits: (i) aux cours des 4 trimestres précédents, le client a effectué en moyenne 10 transactions de taille significative par trimestre sur le marché concerné; (ii) la valeur du portefeuille d'instruments financiers du client, défini comme comprenant les dépôts bancaires et les instruments financiers, dépasse 500.000 EUR; (iii) le client occupe depuis au moins un an ou a occupé pendant au moins un an, dans le secteur financier, une position professionnelle requérant une connaissance des transactions et services envisagés. La loi OPIP impose aux entreprises d'investissement et aux établissements de crédit de communiquer leur « classification des clients professionnels et des contreparties éligibles » aux émetteurs et offreurs qui en font la demande (art. 10, § 2).

Les clients professionnels forment, avec les « contreparties éligibles », une des deux catégories de la notion, plus large, d'investisseurs qualifiés (*supra*, n° 9, 1°). Plus précisément, dans la directive MiFID dont ces notions proviennent, les contreparties éligibles constituent une sous-catégorie des clients professionnels bénéficiant d'une protection (encore) moindre que celle offerte à ces derniers⁵⁴. Les entités considérées comme contreparties éligibles sont toutes (sous réserve de certaines nuances terminologiques) reprises également dans la liste des entités considérées comme clients professionnels, de sorte que les notions d'investisseurs qualifiés et de clients professionnels se recoupent. Il en résulte que les investisseurs qualifiés au sens de la loi OPIP ne sont en principe pas des clients de détail au sens de l'arrêté royal du 25 avril 2014 et que la « commercialisation » d'instruments de placement auprès de tels investisseurs échappe en règle aux obligations de l'arrêté royal (et de la loi OPIP).

La notion de « clients de détail » vise ainsi des personnes physiques mais aussi des « petites » sociétés (telles des PME) qui n'ont pas la qualité de clients professionnels/d'investisseurs qualifiés. La protection mise en place par l'arrêté du 25 avril 2014 va au-delà des « consommateurs » au sens du Livre VI du Code de droit économique (*supra*, n° 3)⁵⁵, lesquels sont des personnes physiques qui acquièrent ou utilisent des produits à des fins excluant tout caractère professionnel⁵⁶. Inversement, des personnes physiques – par exemple des investisseurs disposant d'un certain patrimoine investi en instruments financiers (pour une valeur de portefeuille supérieure à 500.000 EUR) – pourraient être considérés comme des consommateurs au sens du Code de droit économique, et bénéficier de la protection du Livre VI de ce code, sans avoir la qualité de clients de détail.

5. A titre professionnel

17. Enfin, la commercialisation des produits financiers doit intervenir « à titre professionnel ». Cette précision n'est pas reprise dans l'article 5 qui identifie les personnes responsables de l'établissement de la fiche d'information (*infra*, n° 18) ni dans l'article 9 qui définit le champ d'application du Titre 3 relatif à la publicité (*infra*, n° 22) mais elle figure telle quelle dans l'article 1^{er} qui définit l'objet de l'arrêté. La cohérence implique que cette condition s'applique à toutes les obligations d'informations prévues par l'arrêté, y compris celles en matière de publicité.

L'arrêté n'indique pas ce qu'il faut entendre par une commercialisation « à titre professionnel ». Selon un arrêt de la Cour de cassation⁵⁷, rendu à propos de la définition de la notion d'entreprise d'investissement, « les termes 'à titre professionnel' requièrent que le service soit rendu moyennant une rémunération »⁵⁸. Cette interprétation exclurait l'application des règles de l'arrêté aux sociétés ainsi qu'aux actionnaires qui placent ou « commercialisent » eux-mêmes leurs titres auprès de personnes ayant la qualité de clients de détail, sans faire appel à des intermédiaires et sans être rémunérés pour ce placement (le prix de souscription ou d'achat des instruments financiers ne constituant pas, juridiquement, une rémunération). Un émetteur « professionnel » (un OPC, p.ex.), un intermédiaire ou une plate-forme de « crowdfunding » seraient en revanche visés.

Mais il n'est pas certain que ce soit dans cette acception que le texte utilise les mots « à titre professionnel ». L'objectif du Gouvernement semble en effet avoir été de réglementer toute commercialisation de produits financiers intervenant dans le cadre de l'activité professionnelle⁵⁹, par opposition à la commercialisation réalisée à des fins privées (p. ex. la vente de titres dans le cadre de la gestion d'un patrimoine privé ou d'un « club d'investissement »)⁶⁰. Ni le texte de l'arrêté, ni le rapport au Roi ne limitent (explicitement) le

⁵⁴ P. DELLA FAILLE, *La modernisation des marchés financiers – Transposition en droit belge de la directive MiFID*, Anthémis, 2008, p. 198, n° 345 et p. 192, n° 333).

⁵⁵ Exemple cité par le rapport au Roi de l'arrêté: « L'indépendant qui exerce son activité en société et qui souscrit, en tant que dirigeant d'entreprise, certains contrats d'assurance vie n'est pas un consommateur au sens du Livre VI du Code de droit économique, mais il sera protégé par la présente réglementation. » (*M.B.*, 12 juin 2014, p. 44.472).

⁵⁶ Comme signalé antérieurement (*supra*, n° 3), l'arrêté royal du 25 avril 2014 et le Code de droit économique s'appliqueront en principe de manière cumulative chaque fois que des produits financiers (qui sont des services financiers au sens du code) sont commercialisés auprès de clients de détail qui ont également la qualité de consommateur (voy. rapport au Roi de l'arrêté (*M.B.*, 12 juin 2014, p. 44.472)).

⁵⁷ Cass., 4 mars 2003, *Pas.*, 2003, I, p. 452. Dans un sens voisin, exercer une profession « c'est consacrer d'une façon principale et habituelle son activité à l'accomplissement d'une certaine tâche dans le dessein d'en tirer un revenu » (G. RIPERT, R. ROBLOT et M. GERMAIN, *Traité de droit commercial*, Paris, L.G.D.J., 1996, p. 95).

⁵⁸ Cette analyse est en outre conforme à la notion de « client » au sens habituel du terme: un investisseur potentiel dans une société n'est pas le « client » de cette société, pas plus qu'un éventuel acquéreur d'actions n'est le « client » du vendeur desdites actions. Mais il est vrai que la notion de « client » est désormais définie de manière large et inclut « toute personne physique ou morale qui utilise d'autres services financiers ou des produits financiers visés dans la disposition concernée » (*supra*, n° 16).

⁵⁹ Cf. la première phase, déjà citée, du rapport au Roi dont il ressort que l'arrêté a pour but de « renforcer la protection des clients de détail lors de la commercialisation de produits financiers et ce, en suivant une approche transversale » (*supra*, n° 11).

⁶⁰ Les mots « à titre professionnel » auraient alors la même signification que la notion de « professionnel » au sens, par exemple, de la directive n° 2005/29 du 11 mai 2005 relative aux pratiques commerciales déloyales des entreprises vis-à-vis des consommateurs, c'est-à-dire « toute personne physique ou morale qui (...) agit à des fins qui entrent dans le cadre de son activité, commerciale, industrielle, artisanale ou libérale (...) » (art. 2). Voy. aussi la définition de « services » au sens du Code de droit économique: « toute prestation effectuée par une entreprise dans le cadre de son activité professionnelle » (art. I.1, 5°).

champ d'application de l'arrêté à l'hypothèse où la commercialisation aurait lieu moyennant rémunération. Il s'observe au contraire que le texte est rédigé de manière extrêmement large^{61, 62}.

Dans cette seconde interprétation, le texte ne viserait pas uniquement les émetteurs « professionnels » et les intermédiaires mais également tout émetteur d'instruments de placement commercialisant de tels instruments, c'est-à-dire « présentant » ceux-ci auprès de personnes ayant la qualité de clients de détail en vue d'inciter à les acquérir⁶³. Il viserait

également les actionnaires personnes morales qui cherchent à vendre leurs participations ainsi que les actionnaires personnes physiques agissant en dehors de la gestion de leur patrimoine privé. Si cette interprétation paraît conforme aux intentions du Gouvernement, encore peut-on néanmoins se demander si le Roi disposait bien des habilitations légales nécessaires à cet effet (*supra*, n° 11). Dans tous les cas, on peut espérer que la FSMA fera du texte une application raisonnable et pragmatique.

V. EXAMEN DES OBLIGATIONS NOUVELLES

A. Fiche d'information

18. Le premier volet de l'arrêté royal du 25 avril 2014 impose la remise aux clients de détail, lors de la commercialisation de produits financiers, d'une « fiche d'information », c'est-à-dire un document de présentation court (de maximum 3 ou 4 pages si des données chiffrées sont fournies), établi selon un schéma standardisé⁶⁴ et facile à comprendre (art. 3 à 7)⁶⁵. Ces fiches d'information contiennent les « informations clés » censées permettre aux investisseurs de connaître rapidement les caractéristiques essentielles d'un produit financier et d'apprécier les risques qu'il comporte. Elles sont comparables aux « KIID » (« Key Investor Information Document ») prévues par la réglementation OPC⁶⁶ et peuvent être rapprochées du résumé du prospectus (désormais standardisé également) prévu par la loi OPIP (art. 24, § 2).

On constate ainsi une tendance à remplacer – ou compléter – une information exhaustive et technique contenue dans le traditionnel prospectus d'émission par une information stan-

dardisée (facilitant la comparaison entre les produits financiers), concise, ciblée sur les caractéristiques essentielles du produit et rédigée dans des termes censés être compris par l'investisseur « moyen ».

Selon l'arrêté royal du 25 avril 2014, la fiche d'information « contribue à assurer l'information adéquate des clients de détail en décrivant, de façon succincte et comparable, les principales caractéristiques du produit financier proposé, de manière à ce que ces clients soient raisonnablement en mesure de comprendre la nature du produit financier, ainsi que les risques qui y sont liés et, en ce qui concerne les produits d'assurance, la couverture offerte, de même que les principaux risques qui ne sont pas couverts » (art. 4, § 1^{er}). La suite du texte énumère, avec une multitude de détails, y compris la typographie et le nombre de pages, les conditions que doit remplir la fiche d'information (art. 4, § 2 auquel nous renvoyons)⁶⁷.

L'arrêté met en place une « cascade » – pour reprendre l'expression utilisée par le rapport au Roi⁶⁸ – de personnes responsables de l'établissement et de la mise à jour des

61. Cf. spécialement art. 5, § 1^{er} et art. 9, § 1^{er}. Le « fabricant » – sur qui pèse en principe l'obligation d'établir une « fiche d'information » (*supra*, n° 18) – est également défini de manière large comme la personne qui a « développé ou émis » le produit financier aux fins de sa commercialisation « par elle-même ou par des tiers », ce terme visant l'émetteur des instruments de placement (art. 2, 12°).

62. La communication précitée de FSMA 2014/13 du 13 novembre 2014 à l'attention des entreprises qui commercialisent des produits d'investissement en biens meubles ou immeubles, gérés de manière collective le confirme (voy. spécialement point 3.2).

63. En ce sens, voy. S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding réglementation applicable, enjeux et perspectives », *Forum financier/Rev. banc. fin.*, 2014/6, p. 459.

64. L'annexe à l'arrêté royal contient des modèles standardisés de fiche d'information correspondant aux principaux produits financiers, y compris les actions et les obligations.

65. Selon l'art. 4, § 1^{er}, de l'arrêté royal, « La fiche d'information contribue à assurer l'information adéquate des clients de détail en décrivant, de façon succincte et comparable, les principales caractéristiques du produit financier proposé, de manière à ce que ces clients soient raisonnablement en mesure de comprendre la nature du produit financier, ainsi que les risques qui y sont liés et, en ce qui concerne les produits d'assurance, la couverture offerte, de même que les principaux risques qui ne sont pas couverts ».

66. Art. 57, 59 et 63 de la loi du 3 août 2012 relative aux organismes de placement collectif qui répondent aux conditions de la directive n° 2009/65/CE et aux organismes de placement en créance (loi OPC) et art. 222 et 224 de la loi OPCA. S'agissant de la commercialisation de parts d'OPC à nombre variable de parts, l'obligation d'établir une fiche d'information est d'ailleurs réputée remplie par le respect des règles relatives aux informations clés pour l'investisseur (mise à disposition du « KIID » (art. 3, § 3, de l'arrêté royal du 25 avril 2014).

67. La fiche d'information doit être « compréhensible pour les clients de détail sans que ces derniers doivent prendre connaissance d'autres documents, sans préjudice de la possibilité de renvoyer à d'autres documents pour compléter ou préciser certaines informations figurant dans la fiche ». Les informations qu'elle contient (i) « sont correctes, claires, non trompeuses et cohérentes avec les informations figurant dans tous les autres documents contenant des informations contractuelles ou précontractuelles (...) » et (ii) « sont rédigées dans un langage non technique ». La fiche d'information doit mentionner « le label attribué au produit financier concerné ». Elle doit encore mentionner « le régime fiscal applicable au client de détail moyen ayant la qualité de personne physique résident belge, accompagné de la mention que ce régime s'applique à ce type de personne ».

68. Rapport au Roi (*M.B.*, 12 juin 2014, p. 44.476).

fiches d'information (art. 5): en résumé, l'obligation pèse en principe sur « toute personne » qui commercialise le produit financier (art. 5, § 1^{er}). Il pourra donc s'agir, le cas échéant, d'un intermédiaire. Ce principe connaît cependant diverses exceptions, dont la rédaction est passablement complexe (art. 5, § 2). En particulier, si le « *fabriquant* » du produit – c'est-à-dire « *la personne qui a développé ou émis le produit financier aux fins de sa commercialisation par elle-même ou par des tiers* » – a fait appel à un « *distributeur réglementé* »⁶⁹ – par exemple, un établissement de crédit – pour commercialiser le produit, l'obligation pèse sur ce fabricant et non sur ce distributeur (art. 5, § 2, a))⁷⁰. L'objectif de cette « cascade » est d'éviter que « *tous les intermédiaires doivent rédiger une fiche d'information pour des produits qu'il[s] commercialise[nt]* »⁷¹.

Les fiches d'information – sauf celles relatives aux produits d'assurance – doivent être préalablement approuvées par la FSMA (qui dispose d'un délai de 10 jours ouvrables pour se prononcer) avant d'être mises à la disposition des clients de détail (art. 8).

19. Par dérogation au champ d'application général de l'arrêté royal du 25 avril 2014 (*supra*, n^{os} 13 à 17), le premier volet de l'arrêté, relatif à l'obligation d'établir une fiche d'information, ne s'impose pas (art. 3, § 2):

- 1° aux instruments de placement commercialisés « *dans le cadre d'une offre publique en vue de laquelle un prospectus a été publié* » conformément à la loi OPIP; dans ce cas en effet, le prospectus doit en principe contenir un résumé faisant office de « *fiche d'information* » (loi OPIP, art. 24, § 2, précité) (*supra*, n° 18);
- 2° aux instruments de placement commercialisés dans le cadre d'une offre non publique au sens de l'article 3, § 2, de la loi OPIP (ou des dispositions équivalentes de la loi OPC et de la loi OPCA) (*supra*, n° 9), c'est-à-dire (i) aux offres adressées uniquement à des investisseurs qualifiés (qui ne sont en principe de toute façon pas visés par l'arrêté: *supra*, n^{os} 13 et 16), (ii) aux offres destinées à moins de 150 personnes, (iii) aux offres qui requièrent une contrepartie d'au moins 100.000 EUR et (iv) aux offres dont le montant total est inférieur à 100.000 EUR; et
- 3° aux instruments de placement visés (i) à l'article 16, § 1^{er}, 3° (c'est-à-dire des titres des banques centrales)

et 8° (titres émis par des organismes à but non lucratifs) et (ii) à l'article 18, § 1^{er}, de la loi OPIP, c'est-à-dire les instruments de placement qui peuvent être offerts au public sans qu'un prospectus ne doive être établi, comme par exemple les instruments placés dans le cadre d'une offre à des membres du personnel ou d'une offre bénéficiant de l'exception « *crowdfunding* » (*supra*, n° 10, 3°). Une dispense de prospectus implique donc une dispense de fiche d'information.

20. Une chose au moins est donc sûre: la commercialisation d'instruments de placement dans le cadre d'une offre publique, d'une offre privée réservée à des investisseurs qualifiés ou à un nombre restreint d'investisseurs (moins de 150), ou d'une offre exemptée de prospectus n'entraîne pas l'obligation d'établir une fiche d'information (pas plus qu'une telle fiche ne devra être établie par les intermédiaires assistant l'émetteur dans ce cadre). Une même analyse s'impose à propos d'un actionnaire (« *offreur* ») qui place les titres qu'il détient au travers de telles offres.

La notion d'« offre » suppose néanmoins qu'une information suffisamment précise soit communiquée par l'offrant pour permettre aux destinataires de l'offre d'y répondre, c'est-à-dire que les titres offerts et le prix demandé soient déterminés ou déterminables (*supra*, n° 8, 3°). Appliquée littéralement à l'exception prévue par l'article 3, § 2, de l'arrêté, cette condition aurait pour conséquence que le premier volet de l'arrêté serait applicable si un titre est commercialisé sans que son prix soit fixé alors qu'il ne le serait pas si le prix est affiché. La solution serait pour le moins paradoxale et il paraît raisonnable de considérer que, pour les besoins de l'application de l'article 3, § 2, la notion d'offre doit s'interpréter largement et ne requiert pas que le prix soit déterminé ou déterminable.

21. Une fiche d'information volontaire peut être mise à disposition des clients dans le cadre d'une offre publique ou d'une offre privée (art. 10). Une telle fiche d'information volontaire doit être établie conformément aux règles applicables aux fiches d'information obligatoires. Elle doit en outre être soumise à l'approbation préalable de la FSMA, si un tel contrôle préalable est imposé par la loi OPIP (art. 60) (*infra*, n° 10). Tel est le cas, pour l'essentiel, si un prospectus doit être établi. Dans ce cas, le délai dont dispose la FSMA pour se prononcer sur ce document est de 5 jours ouvrables,

⁶⁹. Selon l'art. 2, 13°, de l'arrêté, il s'agit de « *la personne autre que le fabricant du produit financier* » qui (i) soit commercialise ce produit elle-même, soit fait appel aux fins de sa commercialisation à des intermédiaires réglementés, et qui (ii) en outre, dispose de l'un des statuts suivants: a) le statut d'établissement de crédit, b) le statut d'entreprise d'investissement, c) le statut d'entreprise d'assurances, d) le statut de société de gestion d'organismes de placement collectif ou e) le statut de gestionnaire d'organismes de placement collectif alternatifs.

⁷⁰. Selon une seconde exception dont le libellé témoigne de la complexité du nouveau texte: « *si un distributeur réglementé fait appel, aux fins de la commercialisation d'un produit financier sur le territoire belge, à un ou plusieurs distributeurs réglementés et/ou à un ou plusieurs intermédiaires réglementés et que le fabricant de ce produit financier ne fait pas appel, aux fins de sa commercialisation sur le territoire belge, au distributeur réglementé cité en premier lieu, seul ce dernier est responsable de l'établissement et de la mise à jour de la fiche d'information relative à ce produit financier, cette responsabilité n'incombant pas aux distributeurs réglementés ni aux intermédiaires réglementés auxquels le distributeur réglementé cité en premier lieu fait appel* ».

⁷¹. Rapport au Roi, o.c. (M.B., 12 juin 2014, p. 44.477).

conformément à l'article 60 de la loi OPIP (*infra*, n° 29) (et non de 10 jours ouvrables comme le prévoit l'art. 8 de l'arrêté royal).

Il en résulte que, si une fiche d'information volontaire est établie dans le cadre d'une offre non publique, elle devra répondre aux exigences « de fond » de l'arrêté mais ne devra pas être soumise à l'approbation préalable de la FSMA. Un contrôle a posteriori par la FSMA est néanmoins possible (*infra*, n° 40).

B. Publicité et autres documents relatifs à des produits financiers

22. Le second volet de l'arrêté royal du 25 avril 2014 régit la « *publicité* » et les « *autres documents et avis* » diffusés dans le cadre de la commercialisation de produits financiers auprès de clients de détail (art. 9, § 1^{er}). Par publicité, l'arrêté entend « *toute communication visant spécifiquement⁷² à promouvoir l'achat, la souscription, l'adhésion à, l'acceptation, la signature ou l'ouverture d'un produit financier, quel que soit le support utilisé ou son moyen de diffusion* » (art. 2, 11°). La notion s'apparente à celle de « *communication à caractère promotionnel* » au sens de la loi OPIP (art. 11) (*infra*, n° 28).

Une publicité se caractérise en principe par ses fins promotionnelles mais cette caractéristique n'est en définitive pas déterminante dès lors que sont également visés les « *autres documents et avis* » même sans objectif promotionnel et que ces « *autres documents et avis* » sont soumis aux mêmes règles que celles applicables aux publicités (art. 9, § 1^{er}, al. 2). Le support utilisé est indifférent. Les affiches, « e-mailing », messages sms, spots télévisés ou radios sont notamment visés.

23. L'arrêté fixe les standards auxquels de telles publicités doivent répondre. En particulier, l'arrêté régit :

1° les « *exigences minimales* » auxquelles doivent satis-

faire ces documents (art. 11). Parmi ces exigences minimales, on relèvera en particulier (i) que les informations contenues dans ces documents « *ne peuvent être trompeuses ou inexactes* », (ii) que les publicités doivent s'abstenir « *de mettre l'accent sur les avantages potentiels du produit financier sans indiquer aussi, correctement et de façon bien visible et équilibrée, les risques, limites ou conditions applicables au produit* », (iii) que les publicités « *ne peuvent ni travestir, ni minimiser, ni occulter certains éléments, déclarations ou avertissements importants* », (iv) que les informations qu'elles contiennent doivent être « *cohérentes avec les informations contenues, le cas échéant, dans le prospectus, dans la fiche d'information, dans les informations clés pour l'investisseur ou dans toute autre information contractuelle ou précontractuelle* » et (v) que les informations contenues dans ces publicités « *doivent être présentées d'une manière qui est compréhensible pour les clients de détail* »⁷³;

2° les *mentions minimales* que ces documents doivent contenir (art. 12 à 14)⁷⁴, à savoir en particulier (i) la dénomination et le type de produit financier⁷⁵, (ii) le droit applicable au produit financier et l'Etat d'origine du « fabricant » de ce produit, (iii) une indication succincte de l'objectif d'investissement, (iv) des informations relatives à la rémunération⁷⁶ et aux frais⁷⁷, (v) le « label » de risque attribué au produit selon une échelle préétablie (comportant une échelle de couleurs de A (risque faible en vert) à E (risque élevé en rouge)⁷⁸, (vi) une indication succincte des principaux risques (« facteurs de risques »), (vii) un renvoi, le cas échéant, au prospectus, à la fiche d'information, aux informations clefs ou à d'autres informations pertinentes pour l'investisseur et (viii) la durée du produit financier.

Seules les mentions relatives à la dénomination du produit financier, au type de produit financier et le renvoi à l'éventuel prospectus, fiche d'information et document contenant des informations clés (ou la mention selon laquelle de tels documents ne sont pas disponi-

⁷² Selon le rapport au Roi, « *Les campagnes de publicité dites 'de notoriété', visant à promouvoir un établissement financier, qui ne sont pas liées spécifiquement à la commercialisation de produits financiers, ne sont par contre pas visées par l'arrêté.* » (M.B., 12 juin 2014, p. 44.476).

⁷³ En outre, toute publicité doit être identifiable en tant que telle, toute confusion avec la publicité faite pour le « fabricant » du produit financier ou la personne qui le commercialise est interdite et la publicité portant simultanément sur différents types de produits financiers doit opérer « *tant au niveau de la forme qu'au niveau du contenu, une distinction claire entre les informations données pour les différents types de produits financiers* ».

⁷⁴ Parmi ces mentions, on relèvera notamment l'« indication succincte de l'objectif d'investissement ou d'épargne » et le « label attribué au produit, qui doit figurer de manière bien visible sur la première page de contenu, et une indication succincte des principaux risques ».

⁷⁵ Si la dénomination du produit financier ne fait pas référence au nom de l'émetteur ou si elle est en contradiction avec les principaux risques liés à ce produit, des indications supplémentaires doivent être insérées, de manière bien visible, à côté de cette dénomination afin d'attirer particulièrement l'attention des clients de détail sur ces éléments (art. 12, § 1^{er}, 1°, de l'arrêté royal).

⁷⁶ Plus spécifiquement, le document doit mentionner « *la rémunération ainsi que les conditions auxquelles est soumise une éventuelle formule de rémunération et, le cas échéant, la mention du fait que la rémunération est susceptible d'être modifiée, ainsi que les modalités de communication aux clients de la rémunération modifiée* ». L'art. 13 de l'arrêté précise les composantes de la rémunération devant être mentionnées.

⁷⁷ L'arrêté impose de mentionner « un relevé de tous les frais mis à charge du client de détail, qui, si cela s'avère techniquement possible, sont présentés de manière agrégée ». En outre, « dans la mesure où cela est techniquement possible, la publicité précise quelle part du montant versé par le client non professionnel est affectée aux frais d'achat, de souscription, d'adhésion à, d'acceptation, de signature ou d'ouverture du produit financier ».

⁷⁸ Les exigences techniques de ce label de risque sont établies par un règlement du 3 avril 2014 de la FSMA concernant les exigences techniques du label de risque, approuvé par un arrêté royal du 25 avril 2014. L'objectif de ce label est d'indiquer le degré de risque des produits d'épargne et d'investissement d'une manière très standardisée et de permettre ainsi aux clients de détail de se faire une première idée du risque lié au produit. Ce label se présente sous une forme similaire à l'« étiquette énergie » utilisée pour les appareils électriques.

bles) sont « incontournables ». Les autres informations – à tout le moins « certaines » d’entre elles – « peuvent être omises de la publicité s’il est techniquement impossible de les y mentionner, à condition que l’omission de ces informations ne soit pas susceptible d’induire les clients de détail en erreur » (art. 12, § 2);

3° des règles relatives à la présentation des rendements historiques, simulés et futurs (lesquelles sont inspirées des règles issues de la directive MiFID), à la fourniture d’exemples, aux récompenses et notations ou encore aux comparaisons entre produits (art. 15 à 25 auxquels nous renvoyons).

24. Les publicités relatives à des produits financiers doivent être soumises à l’approbation préalable de la FSMA⁷⁹ – qui dispose de 5 jours ouvrables pour se prononcer – uniquement « lorsqu’une fiche d’information doit être soumise à l’approbation de la FSMA conformément au titre 2 » (art. 26, § 1^{er}). Aucune fiche d’information n’étant imposée dans le cadre d’offres publiques et privées visées par la loi OPIP (*supra*, n°s 19 et 20), les publicités diffusées dans le cadre de telles offres ne devront pas être soumises à l’approbation de la FSMA en vertu de l’arrêté. Elles devront néanmoins l’être en vertu de la loi OPIP chaque fois que celle-ci impose l’approbation par la FSMA des communications à caractère promotionnel (art. 60), c’est-à-dire, en résumé, chaque fois qu’un prospectus doit être établi (*infra*, n° 29)⁸⁰.

Lorsque la publicité pour un produit n’est pas soumise à l’approbation préalable de la FSMA (p. ex. les publicités diffusées lors de la commercialisation de produits financiers dans le cadre d’une offre non publique), la FSMA est néanmoins compétente pour contrôler *a posteriori* le respect de l’arrêté (*infra*, n° 40).

25. A la différence du premier volet relatif aux fiches d’information (*supra*, n°s 19 et 20), le second volet de l’arrêté ne contient aucune exception pour les offres publiques ou non publiques visées par la loi OPIP. Le rapport au Roi confirme à cet égard que l’arrêté « a donc vocation à réglementer la commercialisation de produits financiers opérée dans le cadre de certaines offres non publiques adressées à des clients de détail »⁸¹.

Eu égard à la portée très large que le Gouvernement semble avoir voulu donner à l’arrêté (*supra*, n°s 13 et 17), il faut con-

siderer que les règles relatives à la publicité s’imposent à tout émetteur qui commercialise ses propres titres – c’est-à-dire les « présente » même à un nombre limité de personnes en vue de rechercher des souscripteurs – auprès d’investisseurs ayant la qualité de clients de détails, sauf si la contrepartie requise est supérieure à 100.000 EUR⁸². Une même obligation serait susceptible de s’imposer au cédant (« offreur ») d’une participation dans une société, sauf si cette personne agit dans le cadre de la gestion de son patrimoine privé (*supra*, n° 17).

C. Communications à caractère promotionnel, responsabilité et pouvoirs de la FSMA

1. Opérations non publiques visées

26. Comme on l’a esquissé ci-avant (*supra*, n° 11), l’arrêté royal du 25 avril 2014 rend certaines dispositions de la loi OPIP applicables:

- 1° « lorsque des instruments de placement sont commercialisés auprès de clients de détail dans le cadre d’une offre non publique » au sens de l’article 3, § 2, de la loi OPIP (*supra*, n° 9), c’est-à-dire (i) les offres adressées uniquement à des investisseurs qualifiés⁸³, (ii) les offres destinées à moins de 150 personnes, (iii) les offres qui requièrent une contrepartie d’au moins 100.000 EUR⁸⁴ et (iv) les offres dont le montant total est inférieur à 100.000 EUR;
- 2° lorsque des instruments de placement sont commercialisés auprès de clients de détail dans le cadre d’offres exclues du champ d’application de la loi OPIP (i) en vertu de l’article 16, § 1^{er} (*supra*, n° 6, 2°), par exemple une offre de parts d’OPC « ouvert » ou (ii) de l’article 18, § 1^{er} (*supra*, n° 10, 3°), par exemple une offre bénéficiant de l’exception « crowdfunding ».

Les règles concernées par cette extension du champ d’application de la loi OPIP sont celles relatives (i) aux communications à caractère promotionnel (art. 57 à 59) (*infra*, n°s 28 à 31), (ii) à la responsabilité (art. 61) (*infra*, n°s 32 à 37), (iii) aux pouvoirs de la FSMA (art. 67) (*infra*, n° 38) et (iv) aux sanctions pénales et administratives (art. 69 à 72) (*infra*, n°s 39 et 40).

⁷⁹. Selon la formule d’usage, « L’approbation de la publicité par la FSMA ne comporte aucune appréciation de l’opportunité d’acheter, de souscrire, d’adhérer à, d’accepter, de signer ou d’ouvrir le produit financier concerné, ni de la qualité de ce produit et des risques qui y sont liés ou de la couverture offerte s’il s’agit d’un produit d’assurance. » (art. 26, § 4).

⁸⁰. Voy. rapport au Roi de l’arrêté royal (M.B., 12 juin 2014, p. 44.478).

⁸¹. Rapport au Roi de l’arrêté royal (M.B., 12 juin 2014, p. 44.475).

⁸². En ce sens, voy. S. DECOSTER et C. LEWALLE, « Le crowdfunding: réglementation applicable, enjeux et perspectives », *Forum financier/Rev. banc. fin.*, 2014/6, p. 459.

⁸³. Cette extension est curieuse dès lors que les investisseurs qualifiés ne sont en principe pas des clients de détail et ne bénéficient donc pas de la protection mise en place par l’arrêté du 25 avril 2014 (*supra*, n°s 13 et 16). Elle devrait donc en principe rester sans effet, sauf l’hypothèse particulière où un investisseur qualifié serait néanmoins un client de détail.

⁸⁴. L’application des dispositions de la loi OPIP à de telles offres est également curieuse dès lors que la commercialisation d’instruments de placement pour une contrepartie supérieure à 100.000 EUR sont en principe exclues du champ d’application de l’arrêté royal du 25 avril 2014 (*supra*, n° 13).

27. La question se pose de savoir si la dérogation relative aux opérations requérant une contrepartie d'au moins 100.000 EUR (250.000 EUR pour les parts d'OPC « ouverts ») (*supra*, n° 13) est applicable à cette extension du champ d'application de la loi OPIP.

Le texte de la dérogation (art. 1^{er}, al. 2) ne vise littéralement que « les obligations d'information prévues dans le présent arrêté » et non, de manière générale, toutes les dispositions de l'arrêté. Il paraît néanmoins acquis que la dérogation s'applique aux règles en matière de communication à caractère promotionnel, lesquelles sont des « obligations d'information ». Le rapport au Roi le confirme⁸⁵. Pour les autres dispositions de la loi OPIP (responsabilité, pouvoirs de la FSMA et sanctions pénales et administratives) la situation est un peu moins claire mais il nous semble que la dérogation doit aussi jouer. En effet, les règles ainsi rendues applicables à certaines offres non publiques sont le corollaire ou la sanction des règles en matière d'information. Ainsi, le contrôle de la FSMA ne peut s'exercer que sur des opérations à propos desquelles l'information est désormais réglementée. A nouveau, les choses auraient pu être exprimées plus clairement.

Illustrations de ce qui précède: une société qui diffuse des informations relatives à une offre en souscription d'actions auprès de moins de 150 investisseurs dont certains ont le statut de clients de détail devra respecter les règles de la loi OPIP relatives aux communications à caractère promotionnel, sauf si la contrepartie requise est d'au moins 100.000 EUR. Il en est de même de l'émetteur qui bénéficie d'une dispense de prospectus, par exemple dans le cadre d'une opération de « crowdfunding » ou destinée aux membres du personnel.

2. Communications à caractère promotionnel

(i) Dispositions de la loi OPIP

28. La loi OPIP met en place un régime spécifique applicable aux communications à caractère promotionnel et aux

autres documents et avis qui sont diffusés dans le cadre d'une offre publique (art. 57 à 60).

Par communication à caractère promotionnel, la loi OPIP vise « toute annonce relative à une offre publique spécifique d'instruments de placement ou à une admission d'instruments de placement à la négociation visant à promouvoir spécifiquement la souscription ou l'acquisition de ces instruments de placement, quel que soit le support utilisé » (art. 11). Sont assimilés à de telles communications les « autres documents et avis se rapportant à l'opération », même sans visée promotionnelle, pour autant que ces documents et avis soient diffusés à l'initiative de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation (*cf.* art. 58 loi OPIP). La loi OPIP ne précise pas que ces communications doivent revêtir un caractère public mais il semble que l'intention du législateur ait été uniquement de réglementer les communications « diffusées à l'attention du public »⁸⁶.

Sont ainsi visées les affiches, « e-mailing », messages sms, spots télévisés ou radios destinés à promouvoir une offre⁸⁷, le cas échéant « en amont » de celle-ci (campagnes de « pre-marketing »). Une annonce ou un « placard » destiné à annoncer l'opération dans la presse est aussi visée, sauf exception⁸⁸. Il en est de même d'un rapport d'analyste distribué au public par les membres d'un syndicat bancaire qui assistent l'émetteur dans le placement⁸⁹. Ne sont en revanche pas visés les articles de journalistes ou les recommandations d'investissement, dès lors que ceux-ci n'ont pas de visée promotionnelle et ne sont pas diffusés « à l'initiative » de l'émetteur⁹⁰.

29. La réglementation des communications à caractère promotionnel mise en place par la loi OPIP peut être résumée comme il suit⁹¹:

1° des règles – à vrai dire peu contraignantes – à respecter quant au contenu de ce type de communication (art. 58). Le principe de base est que de telles communications ne peuvent ni remplacer ni contredire le prospectus, dans lequel doivent être « centralisées » toutes

⁸⁵. Rapport au Roi de l'arrêté royal (*M.B.*, 12 juin 2014, p. 44.475).

⁸⁶. *Exposé des motifs, Doc. parl.*, Chambre, 2005-2006, n° 51-2344/001 et n° 51-2345/001, p. 71. Dans cette analyse, on peut se référer aux exceptions à la notion d'offre – notamment les offres destinées à moins de 150 personnes – pour déterminer les communications qui ne sont pas diffusées à l'attention du public (*supra*, n° 9).

⁸⁷. Recommandations de la FSMA du 27 juin 2013 en matière de communications à caractère promotionnel et autres documents et avis se rapportant à une opération visée au Titre VI de la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, p. 3.

⁸⁸. Ne sont en effet pas visés, selon la FSMA, « les avis publiés dans la presse qui ont uniquement pour objectif d'annoncer la mise à disposition du prospectus » (c'est-à-dire les « notices » au sens de la directive prospectus), pour autant que leur publication soit imposée par le droit de l'Etat membre d'origine (ce qui n'est pas le cas de la Belgique) et qu'ils soient « sobres » et limités au minimum légal requis (recommandation précitée de la FSMA du 27 juin 2013, p. 3).

⁸⁹. L'*exposé des motifs* de la loi OPIP le confirme (*o.c.*, p. 71).

⁹⁰. De telles recommandations d'investissement sont soumises à des règles spécifiques afin d'assurer que les informations qu'elles contiennent soient présentées de manière équitable (voy. art. 25*bis*, § 3, de la loi SSF et arrêté royal du 5 mars 2006 relatif à la présentation équitable des recommandations d'investissement et à la mention des conflits d'intérêts). Sur ces règles, voy. X. DIEUX et D. WILLERMAIN, « La transposition en droit belge de la directive 'abus de marché' et des mesures d'exécution », *Forum financier/Dr. banc. fin.*, 2007/1, p. 33, n° 36).

⁹¹. La portée de ces règles a été précisée par la FSMA sur la base de sa pratique du contrôle des opérations financières dans sa recommandation précitée du 27 juin 2013 (*o.c.*, pp. 3 à 11).

les informations pertinentes relatives à l'opération (art. 59, al. 2, loi OPIP). En outre, les informations que ces communications contiennent ne peuvent être trompeuses ou inexactes. Des règles « de forme » sont également imposées par la loi OPIP⁹²;

- 2° une règle destinée à assurer l'égalité d'information des investisseurs qui impose que les « informations importantes » fournies, de manière directe ou indirecte, par le promoteur de l'opération à certains investisseurs ou à certaines catégories d'investisseurs ainsi que celles communiquées aux analystes financiers soient « communiqu[és] à tous les investisseurs auxquels l'offre s'adresse » (loi OPIP, art. 59, al. 1^{er}) et, si un prospectus doit être publié, figurent dans ce prospectus ou dans un supplément au prospectus (loi OPIP, art. 59, al. 2). L'émetteur ne peut donc réserver des informations importantes aux seuls investisseurs qualifiés, à d'autres catégories d'investisseurs ou à des analystes financiers. La règle s'applique même si la publication d'un prospectus n'est pas requise⁹³. Elle a une portée générale et vise tant les communications à caractère promotionnel, les avis et documents relatifs à l'offre que les communications orales faites à l'occasion de l'opération, dans le cadre de « road show » par exemple. Elle est sanctionnée pénalement (art. 69, 2°; *infra*, n° 39);
- 3° les communications écrites doivent être approuvées par la FSMA lorsqu'elles se rapportent à une opération pour laquelle un prospectus doit être établi (loi OPIP, art. 57, § 2 et art. 60, § 1^{er})⁹⁴. La FSMA dispose d'un délai de 5 jours ouvrables pour se prononcer (loi OPIP, art. 60, § 2).

(ii) Règles applicables aux placements privés.

30. Les règles de la loi OPIP relatives aux communications à caractère promotionnel sont conçues avant tout pour des offres publiques. La notion même de communication à caractère promotionnel est définie comme toute communication « relative à une offre publique » (*supra*, n° 29) et ne

trouve donc en principe pas à s'appliquer en dehors du contexte d'une telle offre publique.

Pour tenter de donner une portée à l'extension du champ d'application de la loi OPIP « lorsque des instruments de placement sont commercialisés auprès de clients de détail » dans le cadre d'une offre non publique prévue par l'arrêté (art. 9, § 3), on peut néanmoins supposer que l'objectif poursuivi a été d'adapter (implicitement) la notion au contexte d'offres non publiques et d'appliquer les règles de la loi OPIP aux documents diffusés dans le cadre de telles offres⁹⁵. Le rapport au Roi le confirme⁹⁶.

31. Cependant, même dans une telle interprétation, seules trois dispositions de la loi OPIP sont susceptibles de s'appliquer à des placements privés sans prospectus destinés à des clients de détail:

- 1° la règle selon laquelle ces communications ne peuvent être ni trompeuses ni inexactes (*supra*, n° 29, 1°). Elle résulte en réalité du droit commun mais la FSMA lui a donné une portée large en précisant, sous forme de recommandations, ce qu'elle impliquait en ce qui concerne, notamment, l'identification de l'instrument de placement et de sa nature (qui ne peuvent induire le public en erreur, p. ex. en qualifiant d'« obligation » un titre qui ne prévoit pas le remboursement de 100% du capital à l'échéance), la mention des risques ou encore la présentation du rendement pour les titres d'emprunt⁹⁷. Ces recommandations sont similaires à certaines des règles prévues par l'arrêté royal du 25 avril 2014 en ce qui concerne la publicité (*supra*, n° 23). Les exigences de l'arrêté vont cependant plus loin et c'est donc à cet arrêté qu'il convient de se conformer en pratique;
- 2° la règle de forme selon laquelle de telles communications doivent être clairement reconnaissables en tant que telles (c'est-à-dire en tant que documents « promotionnels ») (*supra*, n° 29, 1°); en outre, mais cela va de soi pour des opérations privées qui ne sont pas soumises au contrôle préalable de la FSMA, ces

⁹² Ainsi, ces communications doivent (i) annoncer qu'un prospectus a été ou sera publié et indiquer où les investisseurs peuvent se procurer ces documents (pour autant, naturellement, que l'opération requiert la publication d'un tel prospectus), (ii) être clairement reconnaissables en tant que telles et (iii) ne peuvent faire mention de l'intervention de la FSMA (ou de toute autre autorité compétente), excepté la mention de l'approbation du prospectus (loi OPIP, art. 60, § 5).

⁹³ *Exposé des motifs*, Doc. parl., Chambre, 2005-2006, n° 51-2344/001 et n° 51-2345/001, p. 72.

⁹⁴ Une communication à caractère promotionnel relative à une opération de « crowdfunding » qui bénéficie d'une dispense de prospectus (*supra*, n° 10, 3°) ne devra donc pas être soumise à l'approbation de la FSMA.

⁹⁵ Pour plus de clarté, il aurait été préférable de répliquer le régime des communications à caractère promotionnel dans l'arrêté en l'adaptant aux offres que celui-ci vise. A tout le moins, l'arrêté aurait pu prévoir explicitement que les dispositions de la loi OPIP sont rendues applicables aux annonces et autres documents relatifs aux offres non publiques visées à l'art. 9, § 3, de l'arrêté qui, pour les besoins de cette application, sont assimilés à des communications à caractère promotionnel au sens de la loi OPIP.

⁹⁶ On peut en effet y lire que le projet fait usage de l'habilitation prévue par l'article 57/1 de la loi OPIP « aux fins d'étendre les règles applicables aux publicités diffusées lors des offres publiques aux publicités diffusées lors d'offres non publiques à l'attention de clients de détail » (*o.c.*, M.B., 12 juin 2014, p. 44.475). A l'appui d'une telle interprétation, on relèvera que la loi OPIP vise, outre les communications à caractère promotionnel, les « autres documents et avis se rapportant à l'opération », sans se référer explicitement, dans ce cas, aux offres publiques (*supra*, n° 29).

⁹⁷ La FSMA a également exigé, dans un dossier au moins, qu'un « avertissement » soit mentionné sur des communications à caractère promotionnel, comme sur le prospectus, afin d'attirer l'attention du public sur les risques spécifiques d'un placement obligataire (FSMA, *Rapport annuel 2012*, p. 84).

communications ne peuvent faire mention de l'intervention de la FSMA;

- 3° la troisième règle – consacrant l'égalité d'information des investisseurs (*supra*, n° 29, 2°) – est sans doute la plus pertinente. Elle implique que les « *informations importantes* » fournies, de manière directe ou indirecte (via, p. ex., un rapport d'analyste), par le promoteur de l'opération à certains investisseurs ou à certaines catégories d'investisseurs ainsi que celles communiquées aux analystes financiers doivent être « *communiqu[és] à tous les investisseurs auxquels l'offre s'adresse* ».

Les communications dans le cadre d'offres non publiques pour lesquelles aucun prospectus ne doit être établi ne doivent pas être soumises au contrôle préalable de la FSMA (art. 9, § 3, de l'arrêté royal et 57, § 2, de la loi OPIP). Celle-ci dispose cependant d'un pouvoir de contrôle *a posteriori* (*infra*, n° 40).

3. Responsabilité

(i) Droit commun et loi OPIP

32. D'une manière générale, un investisseur qui s'estime trompé par l'information qui a été mise à sa disposition lors de l'acquisition d'un instrument financier pourra, sur le plan civil, (i) soit agir en responsabilité contre l'émetteur et/ou les intermédiaires et conseillers qui ont participé à l'opération (et, le cas échéant, leurs organes)⁹⁸, voire contre l'autorité de contrôle qui a approuvé le prospectus⁹⁹, soit (ii) tenter d'obtenir l'annulation de la transaction. Quelques décisions de jurisprudence ont été rendues dans notre pays en matière de responsabilité du prospectus¹⁰⁰ mais elles sont relativement disparates et il est difficile d'en tirer un enseignement général. Les conditions de fond de cette responsabilité ne sont pas harmonisées au niveau européen par la directive prospectus¹⁰¹.

La responsabilité des émetteurs au titre du prospectus est en principe régie par le droit commun de la responsabilité¹⁰². Conformément à celui-ci, il appartiendra au demandeur d'établir l'existence d'une faute, d'un dommage et d'un lien de causalité entre cette faute et ce dommage. La preuve de l'existence de chacun de ces trois éléments peut s'avérer extrêmement difficile à établir pour l'investisseur.

Ainsi, sauf lorsque le manquement reproché consiste dans la violation d'une disposition légale ou réglementaire (hypothèse, p. ex., où une mention imposée par la réglementation définissant le contenu du prospectus n'est pas reprise dans celui-ci), la preuve de la faute requiert la démonstration de ce que l'offrant n'a pas respecté les devoirs de loyauté, d'information et de prudence pesant sur toute personne normalement prudente et diligente placée dans les mêmes circonstances¹⁰³. Le contenu exact de ces devoirs et leurs implications concrètes sont cependant susceptibles de discussions¹⁰⁴. Si le grief concerne l'inexactitude de l'information communiquée, la faute suppose en règle la démonstration de cette inexactitude et la preuve que l'offrant en avait connaissance ou, à tout le moins, la démonstration qu'un professionnel normalement prudent et diligent placé dans les mêmes circonstances aurait dû la déceler. La faute ne résulte donc pas du seul caractère inexact de l'information.

Le demandeur devra ensuite prouver que, sans la faute commise (c'est-à-dire si l'information dans le prospectus avait été correcte), il n'aurait pas répondu à l'offre comme il l'a fait (c'est-à-dire qu'il n'aurait pas acquis les titres au prix offert mais selon d'autres conditions) s'évitant ainsi le dommage dont il réclame réparation. La preuve de ce lien de causalité est d'autant plus difficile à établir que, la plupart du temps, l'investisseur ne lit pas le prospectus et que sa décision d'investir est motivée par des considérations étrangères à celui-ci.

La démonstration du dommage soulève, elle aussi, de nom-

⁹⁸. La mise en cause de la responsabilité personnelle des membres des organes de l'émetteur et des intermédiaires qui l'assistent se heurtera à une difficulté supplémentaire résultant de la jurisprudence de la Cour de cassation dont il résulte une « quasi-immunité » des organes à l'égard des cocontractants de la société (Cass., 7 novembre 1997, *R.C.J.B.*, 1999, p. 730, note V. SIMONART; pour un cas d'application plus récent, voy. Bruxelles, 4 décembre 2008, *R.D.C.*, 2009, p. 960) sauf si la faute reprochée est constitutive d'une faute pénale. L'examen de cette question excède cependant le cadre de la présente étude (voy. not.: X. DIEUX, « La responsabilité des administrateurs ou gérants d'une personne morale à l'égard des tiers: derniers développements », *Rev. not. belge*, 2006, p. 264).

⁹⁹. En vertu de l'art. 68 de la loi SSF, la responsabilité civile de la FSMA, des membres de ses organes et des membres de son personnel « *en raison de leurs décisions, actes ou comportements dans l'exercice des missions légales de la FSMA* » est cependant limitée au dol et à la faute lourde.

¹⁰⁰. Comm. Bruxelles, 16 avril 1996, *Rev. prat. soc.*, 1996, p. 431, note B. FÉRON; Bruxelles, 25 juin 2002, citée par X. DIEUX, *o.c.*, *R.C.J.B.*, 2004, p. 257 (aff. « *Nagelmackers* »); Bruxelles, 9 septembre 2003, *Rev. Banq.*, 2005, p. 332, note L. VAN DEN STEEN; Comm. Bruxelles, 17 octobre 2003, *D.A.O.R.*, 2004, p. 83, note S. DELAEY; Bruxelles, 3 octobre 2006, *D.A.O.R.*, 2007, p. 227 (aff. « *Barack Mines* »); voy. égal. Comm. Bruxelles, 26 mars 1997, *T.R.V.*, 2000, p. 100 et Bruxelles, 8 mars 2002, *Dr. banc. fin.*, 2002, p. 234 (aff. « *Confederation Life* »). Pour une analyse détaillée de ces décisions, voy. E. VANDENDRIESSCHE, *o.c.*, n°s 47 et s.

¹⁰¹. Pour un aperçu des différents régimes en vigueur dans les Etats membres, voy. l'étude réalisée par l'ESMA, « *Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive* », 30 mai 2013.

¹⁰². Sur l'application du droit commun de la responsabilité en matière de prospectus, voy. en particulier l'étude de V. DE SCHRIJVER, « *Prospectusaansprakelijkheid* », in *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Maklu, 1996, pp. 337 et s.; voy. égal. P. CAMESASCA, « *Prospectus aansprakelijkheid* », *D.A.O.R.*, 1996, n° 39, pp. 9-37; X. DIEUX, « *Examen de jurisprudence. Droit financier (1990-2003)* », *R.C.J.B.*, 2004, p. 257, n°s 15 et 16.

¹⁰³. V. DE SCHRIJVER, *o.c.*, « *Prospectusaansprakelijkheid* », in *Financieel recht tussen oud en nieuw*, p. 347, n°s 16 et 17.

¹⁰⁴. Pour une analyse récente de la portée du devoir d'information dans le cadre des opérations sur des titres de la société, voy. D. LECLERCQ, *Les conventions de cession d'actions*, Larcier, 2009, p. 39, n°s 59 et s.

breuses discussions¹⁰⁵. Sans entrer dans les détails de celles-ci, il semble admis que le dommage est en théorie égal à la différence entre le prix de l'offre et la valeur « réelle » du titre tenant compte de l'information inexacte (c'est-à-dire le prix « corrigé » qui aurait été payé par le marché si celui-ci avait été correctement informé)¹⁰⁶. Pour évaluer ce dommage, le juge aura généralement égard à la théorie de l'efficacité des marchés, qui postule en substance que le prix du marché d'un titre (c'est-à-dire le cours de bourse si le titre est coté) reflète instantanément l'intégralité des informations disponibles à propos de ce titre¹⁰⁷. La valeur de marché du titre étant censée, selon cette théorie, intégrer l'information manquante ou corriger l'information inexacte une fois l'information correcte diffusée, la valeur « réelle » d'un titre est donc en principe censée être égale à cette valeur de marché « corrigée »¹⁰⁸. Ce raisonnement n'est cependant pas unanimement admis¹⁰⁹.

Enfin, une autre difficulté est liée au contrôle du prospectus par la FSMA et aux conséquences de l'approbation par celle-ci de ce prospectus. C'est en effet en principe à la FSMA, et à elle seule, qu'il appartient de vérifier si le prospectus ne contient pas d'erreur ou d'omission et la loi OPIP prévoit que « la décision d'approbation du prospectus par la FSMA n'est pas susceptible de recours » (art. 32, § 6). Un prospectus approuvé par la FSMA est donc censé ne pas contenir d'erreur. Il est néanmoins admis que le contrôle ainsi exercé par la FSMA et la portée de l'approbation par elle du prospectus ne sont pas exclusifs de la responsabilité des personnes désignées dans le prospectus comme responsables de celui-ci¹¹⁰.

33. Pour tenter de remédier à certaines de ces difficultés, la loi OPIP contient un titre spécifique relatif à la « Responsabilité » (des émetteurs, des offreurs ou des per-

sonnes qui demandent l'admission à la négociation d'instruments de placement sur un marché réglementé) dont les principales dispositions peuvent se résumer comme il suit¹¹¹:

- (i) le prospectus doit indiquer clairement « *qui est responsable de l'intégralité du prospectus et de ses éventuels suppléments* » (art. 61, § 1^{er}, al. 1^{er}). Seul le promoteur de l'opération – émetteur, offreur, personne morale demandant l'admission à la négociation – ou le garant peuvent assumer cette responsabilité (art. 61, § 1^{er}, al. 2). Typiquement, la responsabilité du prospectus est assumée par l'émetteur ou l'offreur en tant que personne morale;
- (ii) le prospectus doit contenir une déclaration des personnes responsables confirmant que, à leur connaissance, « *les données du prospectus sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée* » (art. 61, § 1^{er}, al. 3);
- (iii) les personnes ainsi désignées comme étant responsables du prospectus sont, nonobstant toute stipulation contraire défavorable à l'investisseur, « *tenues solidairement envers les intéressés, de la réparation du préjudice causé par le caractère trompeur ou inexact des informations contenues dans le prospectus et ses éventuels suppléments ou par l'absence dans le prospectus et ses éventuels suppléments des informations* » qui doivent en principe y figurer en vertu de la loi OPIP (art. 60, § 2, al. 1^{er});
- (iv) le préjudice subi par l'investisseur « *est présumé résulter, sauf preuve contraire, de l'absence ou du caractère trompeur ou inexact des informations dans le prospectus et ses éventuels suppléments, lorsque cette absence ou ce caractère trompeur ou inexact était susceptible de créer un sentiment positif dans le marché ou d'influencer positivement le prix d'acquisition des instruments de placement* » (art. 60, § 2, al. 2);

¹⁰⁵. Voy. not. sur cette question: X. DIEUX, *o.c.*, *R.C.J.B.*, 2004, p. 257, n° 15 et 16; J.-M. GOLLIER, « Information financière et lien de causalité », in *Les offres publiques et le prospectus*, Brugge, Vanden Broele, 2007, p. 245; E. VANDENDRIESSCHE, *Fraud-on-the-market: een causaliteitstheorie inzake beleggersverliezen*, Financial Law Institute, Working Paper Series, 2011-07, septembre 2011; H. DE WULF, *o.c.*, p. 475. En droit français, voy.: H. LE NABASQUE, note sous Cass. (fr.), 9 mars 2010, *Rev. Soc.*, 2010, p. 230; J.-J. DAIGRE, « La perte d'une chance d'arbitrer à bon escient l'investissement dans une société cotée », *Rev. Soc.*, 2007, p. 102 et note sous Paris, 31 octobre 2005, *Rev. Soc.*, 2009, p. 121; N. SPITZ, *La réparation des préjudices boursiers*, Paris, RB Edition, 2010.

¹⁰⁶. V. DE SCHRIJVER, « Prospectusaansprakelijkheid », in *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Maklu, 1996, p. 354, n° 31; Y. DE CORDT et G. SCKAEKEN WILLEMAERTS, *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, Larcier, 2006, p. 304, n° 380; N. SPITZ, *o.c.*, *La réparation des préjudices boursiers*, p. 212, n° 337; comp. X. DIEUX, « Examen de jurisprudence. Droit financier », *o.c.*, p. 257, n° 15.

¹⁰⁷. Pour une analyse de cette théorie, voy. not. J.-M. GOLLIER, « Information financière et lien de causalité », in *Les offres publiques et le prospectus*, p. 255.

¹⁰⁸. Mais cette valeur de marché est elle-même susceptible d'être influencée par d'autres facteurs, comme le contexte économique général, étrangers à la qualité de l'information.

¹⁰⁹. En France, il ressort de la jurisprudence de la Cour de cassation que, si un actionnaire/investisseur peut obtenir réparation du préjudice propre que lui cause une faute commise dans la diffusion d'information, ce préjudice ne correspond ni à la diminution de la valeur de son investissement s'il a acquis ou conservé des titres sur la base d'une information « positive », ni au manque à gagner résultant du fait qu'il a vendu ses titres sur la base d'une information « négative ». Il correspond uniquement à la perte d'une chance pour l'actionnaire/investisseur d'effectuer un « arbitrage » dans la gestion de ses investissements en toute connaissance de cause. Plus spécifiquement, « *celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre au public au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses sur la situation de la société émettrice perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé* » (Cass. (fr.), 9 mars 2010, *Rev. Soc.*, 2010, p. 230).

¹¹⁰. Y. DE CORDT et G. SCKAEKEN WILLEMAERTS, *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, p. 303, n° 278; X. DIEUX, « Examen de jurisprudence. Droit financier (1990-2003) », *R.C.J.B.*, 2004, n° 15, p. 260.

¹¹¹. Pour une analyse de ces dispositions, voy. not. P. DELLA FAILLE, « La transposition de la directive prospectus en droit belge: une révolution de velours en droit financier », *R.D.C.*, 2007, p. 33, n° 82 et s.; Y. DE CORDT et G. SCKAEKEN WILLEMAERTS, *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, p. 303, n° 278 et s.

- (v) des règles similaires s'appliquent en ce qui concerne les communications à caractère promotionnel et les autres documents et avis se rapportant à l'opération publiés à l'initiative des promoteurs de l'opération ou des intermédiaires désignés par eux, dans la mesure où ceux-ci contiennent des informations trompeuses, inexactes ou contradictoires par rapport au prospectus ou ne sont pas conformes aux dispositions de la loi OPIP (art. 61, § 4). Cette dernière responsabilité incombe au promoteur de l'opération ou à l'intermédiaire désigné par lui;
- (vi) enfin, la loi OPIP prévoit qu'« aucune responsabilité ne peut être attribuée à quiconque sur la base du seul résumé du prospectus, ou de sa traduction, sauf s'il contient des informations qui ont un caractère trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus » ou « s'il ne fournit pas, lu en combinaison avec les autres parties du prospectus, les informations essentielles permettant d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans les instruments de placement concerné » (art. 60, § 3).

La loi OPIP ne contient pas de règles particulières en ce qui concerne la responsabilité des intermédiaires qui assistent l'émetteur ou l'offreur dans la conception de l'opération ou le placement des titres¹¹².

34. Ces dispositions comportent deux dérogations importantes au droit commun¹¹³ en ce qui concerne les actions dirigées contre les personnes responsables du prospectus (ou des communications à caractère promotionnel):

- d'une part, la mise en œuvre de la responsabilité des personnes responsables n'est pas subordonnée à l'existence d'une faute mais seulement à la preuve du caractère incomplet, trompeur ou inexact des informations contenues dans le prospectus (ou dans les communications à caractère promotionnel). La loi OPIP dispense ainsi le demandeur d'établir l'existence d'une faute au regard du critère habituel de l'attitude qu'aurait adoptée un professionnel normalement prudent et diligent placé dans les mêmes circonstances (*supra*, n° 32);

- d'autre part, le lien de causalité entre le fait générateur de responsabilité (le caractère inexact ou incomplet des informations) et le dommage est présumé, si la « mauvaise information » contenue dans le prospectus ou la communication est « susceptible de créer un sentiment positif dans le marché ou d'influencer positivement le prix d'acquisition des instruments de placement ». Cette présomption implique que les investisseurs ne doivent donc pas démontrer que leur décision d'investir a été basée sur les informations inexactes, incomplètes ou trompeuses (*supra*, n° 32) dès lors que ces informations ont créé un sentiment positif sur le marché. Elle peut être renversée par les personnes responsables du prospectus qui devront établir que le contenu du prospectus est étranger au dommage, c'est-à-dire que les investisseurs auraient de toute façon acquis les titres malgré la déficience de l'information¹¹⁴.

Indépendamment de ces dérogations au droit commun résultant de la loi OPIP, la preuve de la faute résultant de la diffusion d'une mauvaise information est également facilitée dans les opérations publiques par les obligations de droit financier réglementant le contenu de ces informations. Ainsi, la loi OPIP définit en termes généraux le contenu du prospectus (art. 24)¹¹⁵ et le règlement prospectus établit, pour les opérations dites « harmonisées », les éléments d'informations devant y figurer, ce qui permet d'apprécier le caractère complet de ce document¹¹⁶.

35. Une autre possibilité s'offrant à l'investisseur déçu est de demander l'annulation de la transaction et d'essayer d'obtenir remboursement du montant complet de son investissement majoré d'éventuels dommages et intérêts. Conformément au droit commun, pareille nullité suppose que la mauvaise information soit à l'origine d'un vice de consentement consistant généralement en une erreur substantielle (mais on sait que l'erreur sur la valeur ne donne pas lieu à annulation du contrat) ou un dol principal¹¹⁷. La loi OPIP ne contient sur ce point aucune dérogation au droit commun.

Cette première hypothèse doit être distinguée de celle où une

¹¹² Voy. sur ce sujet: D. WILLERMAIN, « Les services bancaires aux entreprises dans le domaine des instruments financiers », in *La banque dans la vie de l'entreprise*, Bruxelles, Ed. du Jeune Barreau, 2005, p. 144, n° 6 et s.; S. KERSZENBAUM et W. VAN DE WELE, o.c., *Dr. banc. fin.*, 2014/III, p. 132, n° 81 et les références citées.

¹¹³ Pour une analyse de ces dérogations au droit commun et les conditions de leur mise en œuvre, voy. not. M. FYON, « Quelques réflexions sur l'évolution de la responsabilité quasi-délictuelle en matière de prospectus », in *Synthèse de droit bancaire et financier. Liber amicorum André Bruyneel*, Bruylant, 2008, p. 401; voy. aussi A. BRUYNEEL, « Les prospectus financiers. Quelques réflexions », in *Liber Amicorum J. Kirkpatrick*, Bruylant, 2004, p. 111.

¹¹⁴ Y. DE CORDT et G. SCKAEKEN WILLEMAERTS, *La transparence en droit des sociétés et en droit financier*, p. 305, n° 282.

¹¹⁵ Selon cette disposition, le prospectus contient « toutes » les informations « qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des valeurs mobilières offertes au public ou à admettre à la négociation sur un marché réglementé, sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et du garant éventuel, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières ».

¹¹⁶ Autre exemple: l'art. 25, § 1^{er}, 4^o, de la loi SSF interdit ainsi à toute personne « de diffuser des informations ou des rumeurs, par l'intermédiaire des médias, via l'Internet ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, alors qu'elle savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses ». Cette interdiction concerne tout instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé ou un MTIF ou qui fait l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un tel marché (art. 25, § 3).

¹¹⁷ Pour une application de ces vices de consentement à des opérations de cession d'actions, voy. D. LECLERCQ, *Les conventions de cession d'actions*, p. 72, n° 50 et s.

opération a été réalisée dans des conditions irrégulières, sans l'établissement et l'approbation d'un prospectus légalement requis. Selon l'analyse traditionnelle, pareille irrégularité entraîne la nullité absolue de l'opération¹¹⁸. La solution est justifiée par l'application des règles de droit civil. En particulier, on fait valoir que l'opération est nulle car son objet est impossible puisqu'elle est réalisée dans des conditions que la loi interdit pour des motifs d'intérêt général. Aucune distinction n'est généralement opérée entre la nullité de l'opération et la nullité des souscriptions, mais la nullité de l'opération entraîne nécessairement la nullité des souscriptions.

Cette analyse a été consacrée – et étendue – par l'article 68ter de la loi OPIP, introduit par la loi « Twin Peaks II » qui prévoit que le juge « annule » – en dépit de la terminologie utilisée et du caractère d'ordre public de la matière, il semble que le législateur n'ait pas eu l'intention de donner au juge le pouvoir de soulever d'office cette nullité mais ait subordonné celle-ci à une demande de l'investisseur¹¹⁹ – la souscription ou l'achat d'instruments de placement offerts au public de manière irrégulière¹²⁰. La même disposition introduit également une présomption de lien de causalité entre la violation concernée et le dommage causé à l'investisseur, si ce dommage n'est pas intégralement réparé par l'annulation de la transaction. Cette présomption est cette fois irréfutable « eu égard à la gravité de la faute »¹²¹.

(ii) Application aux placements privés

36. L'article 9, § 3, de l'arrêté royal du 25 avril 2014 « rend applicable » – sans autre précision – le Titre VII de la loi OPIP relatif à la « responsabilité » (*supra*, nos 33 et 34) à certaines offres non publiques qui ont été identifiées ci-avant (*supra*, n° 26). Les dispositions de l'article 68ter précité instaurant un régime spécifique de nullité en cas d'offre irrégulière (*supra*, n° 35) ne sont pas visées et, comme on l'a déjà relevé (*supra*, n° 12), l'arrêté royal ne prévoit aucun régime de sanction.

En particulier, il n'est pas prévu que la violation des dispositions de l'arrêté royal relatives à la fiche d'information ou aux publicités entraînerait la nullité de plein droit de l'achat ou de la souscription subséquente des titres¹²². La question de savoir si cette sanction s'impose en vertu du droit commun est discutable mais son examen excède le cadre de la présente étude¹²³.

37. La portée de cette « extension » de la loi OPIP laisse perplexe. En particulier, comment appliquer des dispositions traitant de la responsabilité liée au « prospectus » et, accessoirement, aux communications à caractère promotionnel diffusées dans le cadre de telles offres à des opérations pour lesquelles aucun prospectus ne doit être établi¹²⁴? Le rapport au Roi est muet sur la question.

118. J. MALHERBE, Y. DE CORDT, Ph. LAMBRECHT et Ph. MALHERBE, *Droit des sociétés. Précis*, 4^e éd., o.c., n° 1844, p. 1267; M. DUPLAT et Ph. LAMBRECHT, « Les offres publiques d'instruments de placement et l'exigence de prospectus en droit belge. Examen de la loi du 16 juin 2006 », *Rev. prat. soc.*, 2006/2-3, p. 185; X. DIEUX, « Examen de jurisprudence. Droit financier (1990-2003) », *R.C.J.B.*, 2004, n° 3, p. 218; voy. aussi CBFA, *Rapport annuel 2001-2002*, p. 93.

119. On peut en effet lire dans les travaux préparatoires que « le juge ne dispose pas de la faculté de rejeter la demande d'annulation dès lors qu'il est établi que les conditions d'application du dispositif (...) sont réunies » et qu'il « ne peut être dérogé contractuellement au droit de demander l'annulation du contrat » (*Doc. parl.*, Chambre, 2012-2013, n° 53-2872/001, p. 65). S. KERSZENBAUM et W. VAN DE WELE (o.c.), *Forum financier/Dr. banc. fin.*, 2014/III, p. 132, n° 80) considèrent que la nullité ne serait que relative. Le caractère relatif de la nullité est cependant incompatible avec le caractère d'ordre public traditionnellement reconnu en la matière (X. DIEUX, « Twin Peaks II. Sanctions civiles », in *Le cycle de vie des produits bancaires, d'investissement et d'assurance / De levenscyclus van bank-, beleggings- en verzekeringsproducten*, Bruxelles, Editions Larcier, 2014, p. 189 n° 4 et n° 15). Le législateur aurait-il voulu introduire un nouveau type de nullité se situant à mi-chemin entre les nullités relatives et les nullités absolues? Dans l'affirmative, les caractéristiques de ce nouveau type de nullités resteraient à déterminer.

120. Trois irrégularités sont visées: (a) les offres publiques dans lesquelles aucun prospectus n'a été approuvé par la FSMA ou par l'autorité étrangère compétente alors qu'un tel prospectus est légalement requis, (b) les offres publiques à l'occasion desquelles le monopole d'intermédiation (*infra*, n° 41) n'a pas été respecté et (c) les offres publiques à l'occasion desquelles des documents publicitaires ont été diffusés dans le public alors qu'ils n'avaient pas été approuvés par la FSMA. Dans ce dernier cas, la nullité ne pourra être demandée qu'à l'égard de la personne ou de l'entreprise sur qui pesait l'obligation de faire approuver ces documents (*Doc. parl.*, Chambre, 2012-2013, n° 53-2872/001, p. 68). Voy. égal. l'art. 30ter qui introduit une présomption de lien de causalité entre la violation de règles de conduite et l'acte d'investissement effectué par l'utilisateur de produits ou services financiers et l'art. 86ter de la loi SSF qui prévoit un régime similaire de sanctions civiles en cas d'offre ou de fourniture illicite de produits ou de services financiers. Sur cette disposition, voy. T. VAN DYCK et L. DENTURCK, *De burgerlijke sanctie van artikel 30ter van Twin Peaks II*, Forum Financier; Dr. Banc. et Fin. 2013/V, p. 274.

121. *Doc. parl.*, Chambre, 2012-2013, n° 53-2872/001, p. 68.

122. Le § 4 de l'art. 86ter de la SFH habilite le Roi à étendre l'application du régime de nullité prévu par cette disposition aux violations des dispositions des arrêtés pris par le Roi en vertu des articles 28ter, 30bis et 45, § 2, de la loi du 2 août 2002 qui instaurent un régime prévoyant la remise obligatoire de documents d'information à des utilisateurs de produits et services financiers et/ou l'approbation préalable de ces documents. Le Roi n'a pas (encore) fait usage de cette habilitation.

123. Voy. sur l'application du régime de droit commun des nullités des contrats dans le domaine du droit financier: P. VAN OMMELAGHE et R. THUNGEN, « Les sanctions en droit financier interne », in *Synthèse de droit bancaire et financier. Liber Amicorum André Bruyneel*, Bruylant, 2008, p. 149, n° 17; X. DIEUX, « La divulgation d'informations concernant la société anonyme. Principes et sanctions », in *Legal Tracks I*, Bruylant, 2003, p. 99, n° 10; voy. égal. les déclarations faites lors de l'exposé des motifs de la loi « Twin Peaks II » à propos du nouveau régime de sanction introduit par celle-ci en cas d'offre irrégulière de services et de produits financiers: *Doc. parl.*, Chambre, 2012-2013, n° 53-2872/001, p. 64 où une vision « extensive » de l'illicéité de l'objet est développée.

124. Les dispositions de la loi OPIP relatives à la responsabilité du fait du prospectus sont en réalité sans objet lorsqu'on les applique à des opérations ne nécessitant pas un prospectus. Si l'objectif de l'arrêté royal avait été de mettre en place un régime de responsabilité propre aux « publicités » calqué sur celui prévu par la loi OPIP pour les prospectus, l'arrêté aurait dû prévoir ce régime. L'arrêté ne prévoit pas non plus que le régime de responsabilité de la loi OPIP serait applicable, par analogie en quelque sorte, aux fiches d'information et aux publicités.

Seul l'article 61, § 4, relatif aux communications à caractère promotionnel, autre document ou avis « *se rapportant à l'opération* », est selon nous susceptible de s'appliquer à des opérations privées, l'arrêté royal ayant par ailleurs déclaré applicable à de telles opérations (du moins à certaines d'entre elles) le Titre VI de la loi OPIP relatif à ces documents (*supra*, n° 30).

Encore s'observe-t-il que l'un des deux cas de responsabilité édictée par cette disposition est basé sur le prospectus. Elle prévoit en effet que l'émetteur et les intermédiaires qu'il a désignés sont tenus de la réparation du préjudice causé par toute communication à caractère promotionnel ou autre document se rapportant à une offre publiée à leur initiative « *qui contient des informations trompeuses, inexactes ou contradictoires par rapport au prospectus* »¹²⁵ (*supra*, n° 33, (v)). On ne voit pas comment cette disposition serait susceptible de s'appliquer à un placement sans prospectus.

Le seul cas où l'application du Titre « *Responsabilité* » de la loi OPIP à une offre non publique pourrait avoir une certaine portée est celui de la non-conformité des communications à caractère promotionnel et autres documents se rapportant à une telle offre aux dispositions de la loi OPIP, à savoir plus particulièrement (1°) la règle selon laquelle ces communications ne peuvent être ni trompeuses ni inexactes et (2°) la règle en vertu de laquelle les « *informations importantes* » fournies, de manière directe ou indirecte, par le promoteur de l'opération à certains investisseurs ou à certaines catégories d'investisseurs ainsi que celles communiquées aux analystes financiers doivent être communiquées « *à tous les investisseurs auxquels l'offre s'adresse* » (*supra*, n° 31).

Dans cette interprétation, l'émetteur, l'offreur ou les intermédiaires qu'ils ont désignés pourraient être tenus responsables du préjudice subi par le client de détail en raison du caractère trompeur ou inexact d'une communication promotionnelle (comme une publicité) ou d'un autre document relatif à une offre non publique visée à l'article 9, § 3, de l'arrêté (*supra*, n° 26), sans devoir démontrer l'existence d'une faute, et le préjudice subi par l'investisseur serait présumé résulter de ce caractère trompeur ou inexact si la « *mauvaise information* » communiquée est « *susceptible de créer un sentiment positif dans le marché ou d'influencer positivement le prix d'acquisition des instruments de placement* ». Encore faut-il interpréter le terme « *marché* » de manière large comme ne visant pas uniquement les marchés boursiers.

4. Pouvoirs de la FSMA, sanctions administratives et astreintes

38. La loi OPIP dote la FSMA de très larges pouvoirs de contrôle, d'investigation et d'injonction afin de lui permettre d'assurer l'application de la loi (art. 67). La FSMA peut prendre cinq grands types de mesures:

- 1° exiger que des informations et documents lui soient communiqués, notamment par l'émetteur, l'offreur, leurs commissaires ou leurs dirigeants (art. 67, § 1^{er}, a) et b));
- 2° effectuer des inspections et expertises « *sur place* » afin de s'assurer du respect des dispositions de la loi OPIP et de ses arrêtés d'exécution, comme par exemple l'arrêté royal du 25 avril 2014 en ce qu'il rend applicables certaines dispositions de cette loi à des offres non publiques (art. 67, § 1^{er}, o));
- 3° suspendre ou interdire une opération ou la diffusion d'une communication à caractère promotionnel qui interviendrait en violation des dispositions de la loi OPIP ou de ses arrêtés d'exécution (art. 67, § 1^{er}, d), e), f), g), h et i));
- 4° ordonner à l'offreur, l'émetteur ou à leurs intermédiaires de diffuser une rectification ou procéder elle-même à la publication de cette rectification (art. 67, § 1^{er}, k) et l)); la FSMA peut également rendre public le fait que l'émetteur, l'offreur ou leurs intermédiaires ne respectent pas leurs obligations (art. 67, § 1^{er}, m) et n));
- 5° enjoindre à l'offreur, l'émetteur ou leurs intermédiaires « *de prendre certaines mesures* » si la FSMA estime qu'une opération risque de se faire dans des conditions susceptibles d'induire le public en erreur (art. 67, § 1^{er}, c)).

La FSMA peut également assortir ses injonctions d'astreintes si les personnes à qui elles sont adressées ne s'y conforment pas (art. 67, § 4).

39. La violation de la loi OPIP fait l'objet de sanctions administratives et pénales, outre les sanctions de droit civil déjà évoquées (*supra*, n°s 33 à 35). D'une part, la FSMA peut, lorsqu'elle constate une infraction aux dispositions de la loi OPIP ou de ses arrêtés d'exécutions, « *infliger à la personne responsable une amende administrative, qui ne peut être inférieure à 2.500 EUR ni supérieure, pour le même fait ou le même ensemble de faits, à 2.500.000 EUR* » (art. 71).

D'autre part, plusieurs infractions à la loi OPIP sont sanctionnées pénalement, certaines de ces infractions étant subordonnées à un dol spécial, d'autres pas (art. 69). Sont ainsi sanctionnés d'un emprisonnement d'un mois à un an et/ou d'une amende de 75 à 15.000 EUR (i) ceux qui procèdent à une offre requérant un prospectus sans publier préalable-

^{125.} Les mots « *par rapport au prospectus* » se rapportent aux trois qualificatifs (et pas uniquement au caractère « *contradictoire* » de l'information). A défaut cette disposition ferait double emploi avec la suite du texte qui prévoit un cas de responsabilité pour information trompeuse ou inexacte, sans référence au prospectus.

ment un tel prospectus ou sans le faire approuver par la FSMA (violation des art. 20 et 23 et 38 et 43), (ii) ceux qui ont violé le monopole d'intermédiation (art. 56; *infra*, n° 41-43), (iii) ceux qui ont violé le principe d'égalité d'information des investisseurs (violation de l'art. 59; *supra*, n° 29, 2°), (iv) ceux qui n'ont pas soumis à l'approbation de la FSMA une communication à caractère promotionnel qui devait l'être (violation de l'art. 60; *supra*, n° 29, 3°), (v) ceux qui n'ont pas communiqué les résultats de l'opération (violation de l'art. 63) et (vi) ceux qui font appel au public en vue de recevoir des dépôts d'argent ou d'autres fonds remboursables à vue, à terme ou moyennant un préavis ou qui reçoivent du public de tels dépôts ou fonds remboursables, sans y être autorisés à cet effet (violation de l'art. 68bis). Ces infractions – qui sont pourtant parfois purement « techniques » et ne présentent pas toutes le même degré de gravité ou de dangerosité – ne requièrent qu'un dol général.

Sont également sanctionnés des mêmes peines notamment (i) ceux qui publient « sciemment » un prospectus ou des communications à caractère promotionnel inexact ou incomplet pouvant induire le public en erreur et (ii) ceux qui méconnaissent « sciemment » l'interdiction du « teasing » édictée par l'article 64 (*supra*, n° 10, 4°). Un dol spécial est donc ici requis.

40. L'arrêté royal du 25 avril 2014 « rend applicable » ces dispositions organisant les pouvoirs de la FSMA et prévoyant des sanctions administratives et pénales « lorsque des instruments de placement sont commercialisés auprès de clients de détail » dans le cadre des offres non publiques ou des offres exemptées de l'application de la loi OPIP qui ont été identifiées ci-avant (*supra*, n° 26).

La FSMA dispose ainsi dans le cadre de telles offres des pouvoirs de contrôle et de sanctions dont elle dispose dans le domaine des offres publiques. Selon le rapport au Roi, la FSMA pourrait, par exemple, « suspendre l'offre non publique si elle a des motifs raisonnables de croire que les dispositions du présent arrêté n'ont pas été respectées » en faisant usage des pouvoirs de suspension qui lui sont accordés par l'article 67, § 1^{er}, d), de la loi OPIP (*supra*, n° 38, 3°)¹²⁶. Ces pouvoirs résultant de la loi OPIP complètent ceux – déjà très

étendus – dont la FSMA dispose en vertu d'autres textes, en particulier la loi SSF¹²⁷.

L'application des sanctions pénales à des opérations pour lesquelles ces sanctions n'ont pas été conçues soulève de délicates questions quant aux infractions visées et au respect du principe de légalité des incriminations et des peines qui implique que les infractions soient définies de manière suffisamment précise.

D. Le monopole d'intermédiation

41. La loi OPIP réserve à certains intermédiaires réglementés – principalement les établissements de crédit et les entreprises d'investissement¹²⁸ – le droit d'intervenir contre rémunération pour le compte de l'émetteur ou de l'offreur dans le cadre d'un placement de titres. Ce « monopole d'intermédiation » « vise à offrir une protection adéquate aux investisseurs »: les intermédiaires autorisés « sont en effet soumis à des règles de conduite spécifiques dans le cadre des services financiers qu'ils fournissent »¹²⁹. Seuls des professionnels autorisés peuvent donc assister l'émetteur dans le placement de titres soumises à ce monopole (*infra*, n° 42). La violation du monopole d'intermédiation est sanctionnée pénalement (*supra*, n° 39).

Le monopole est « relatif » « dans la mesure où la loi n'impose nullement le recours à des intermédiaires: l'offreur ou l'émetteur pourrait parfaitement procéder lui-même au placement de son offre publique, mais s'il souhaite recourir à un intermédiaire, il devra le choisir parmi un certain nombre de professionnels soumis à un contrôle et à des règles de conduite »¹³⁰. La loi OPIP le confirme en énonçant que le monopole d'intermédiation ne porte pas préjudice à la possibilité pour l'émetteur ou l'offreur de placer lui-même les instruments qu'il émet¹³¹.

42. La notion d'intermédiation est largement définie. Elle s'entend de « toute intervention, même temporaire ou accessoire, et en quelque qualité que ce soit, à l'égard d'investisseurs dans le placement d'instruments de placement pour le compte de l'offreur ou de l'émetteur, contre rémunération ou avantage de quelque nature que ce soit et octroyé direc-

¹²⁶. Rapport au Roi, o.c. (M.B., 12 juin 2014, p. 44.478).

¹²⁷. Le rapport au Roi indique à cet égard que: « Lorsque l'approbation préalable de la fiche d'information par la FSMA n'est pas requise, la FSMA contrôlera a posteriori le respect des règles de l'arrêté, en faisant usage des pouvoirs qui lui sont octroyés par la loi du 2 août 2002 en vue de contrôler le respect des arrêtés pris en exécution de cette loi. » (M.B., 12 juin 2014, p. 44.477). L'article 36, § 1^{er}, de cette loi permet ainsi à la FSMA, lorsqu'elle enjoint à une personne de se conformer aux dispositions de cette loi ou des arrêtés pris en exécution de celle-ci, comme l'arrêté royal du 25 avril 2014, de suspendre la commercialisation d'un produit financier lorsque celle-ci n'est pas conforme aux dispositions légales ou réglementaires applicables, et ce aussi longtemps que ces dispositions ne sont pas respectées.

¹²⁸. Pour une liste détaillée de ces intermédiaires, voy. l'art. 57 de la loi.

¹²⁹. *Exposé des motifs* de la loi OPIP, o.c., p. 68.

¹³⁰. *Exposé des motifs* de la loi OPIP, o.c., p. 68.

¹³¹. Deux autres exceptions à portée plus limitée existent également: (i) si l'émetteur ou l'offreur est une entreprise réglementée, il peut confier le placement à des intermédiaires en services bancaires ou en services d'investissement inscrits à la liste visée à l'article 7, § 3, de la loi du 22 mars 2006 relative à l'intermédiation en services bancaires et en services d'investissement et à la distribution d'instruments financiers; (ii) l'émetteur ou l'offreur peut confier le placement à une entreprise liée dans le cas où l'offre s'adresse aux membres du personnel de cette entreprise liée. Sur la première de ces deux exceptions, voy. S. KERSZENBAUM et W. VAN DE WELE, o.c., *Forum financier/Dr. banc. fin.*, 2014/III, n° 68, p. 126.

tement ou indirectement par l'offreur ou l'émetteur » (loi OPIP, art. 13).

A la différence des notions d'offre publique (*supra*, n° 8) et de commercialisation (*supra*, n° 14), la notion de placement ne fait pas l'objet d'une définition légale¹³². Elle doit s'entendre de manière large¹³³ et vise la recherche de souscriptions ou d'acquéreurs d'instruments financiers pour le compte d'un émetteur ou d'un offreur¹³⁴. Cette recherche suppose une sollicitation des investisseurs, par le biais de publicité ou de démarchages individuelles. Le placement se rapproche donc de la notion de commercialisation. Une intervention d'un tiers « *même à titre d'activité temporaire ou accessoire, et en quelque qualité que ce soit, à l'égard des investisseurs* » dans le placement, suffit¹³⁵. Mais le monopole d'intermédiation ne vise que l'assistance dans le placement des titres à l'égard d'investisseurs (potentiels) et non d'autres types d'interventions dans l'opération, comme l'assistance dans la structuration de celle-ci ou la valorisation des titres. Cette intervention doit en outre avoir lieu « *pour le compte de l'offreur ou de l'émetteur, contre rémunération ou avantage* », sans que la loi n'impose que cette rémunération ou cet avantage soit à charge de l'offreur ou de l'émetteur.

43. A l'origine, seules les offres publiques étaient soumises au monopole d'intermédiation. Dans le souci de renforcer la protection des investisseurs, ce monopole a néanmoins été élargi par la loi du 17 juillet 2013 transposant la directive modifiant la directive prospectus (*supra*, n° 2) et s'étend désormais, au-delà des offres publiques soumises à la loi OPIP, puisqu'il vise également, dans son principe, les offres

qui ne revêtent pas un caractère public: le monopole s'applique « *à tout placement d'instruments de placement effectué sur le territoire belge* » (art. 55, § 1^{er}).

Par exception, il ne concerne cependant pas (i) les offres qui s'adressent exclusivement à des investisseurs qualifiés (*supra*, n° 9, 1°), (ii) celles adressées à moins de 150 investisseurs (*supra*, n° 9, 2°), (iii) celles dont le montant total est inférieur à 100.000 EUR (*supra*, n° 9, 4°) et enfin (iv) les offres bénéficiant de l'exception « crowdfunding » (art. 55, § 2, 2° et 3°) (*supra*, n° 10, 3°)¹³⁶.

Eu égard à ces exceptions, la portée de l'extension du monopole d'intermédiation est plutôt limitée puisqu'elle ne vise en définitive que les offres (non publiques) d'instruments de placement (i) dont la valeur nominale est supérieure à 100.000 EUR ou (ii) qui requièrent une contrepartie par investisseur de plus de 100.000 EUR, sauf si, dans les deux cas, l'offre est destinée à des investisseurs qualifiés ou s'adresse à moins de 150 personnes¹³⁷. L'objectif poursuivi par cette extension du monopole d'intermédiation est « *de renforcer la protection des investisseurs en évitant que des personnes qui ne sont pas sous statut de contrôle puissent intervenir pour le compte de l'offreur ou de l'émetteur dans le placement de telles offres* »¹³⁸.

Illustration des conséquences de cette extension du monopole d'intermédiation: un investissement immobilier alternatif (*supra*, n° 8, 2°) d'une valeur unitaire supérieure à 100.000 EUR ne pourra pas être placé par un agent immobilier agréé, puisque celui-ci n'est pas un intermédiaire autorisé au sens de la loi OPIP¹³⁹.

VI. SYNTHÈSE ET OBSERVATIONS FINALES

44. La réglementation sur l'appel « public » à l'épargne ne vise traditionnellement que les opérations de placement de titres ayant un caractère public. La loi OPIP qui régit aujourd'hui la matière respectait à l'origine ce champ d'application classique du droit financier (*supra*, n° 1).

Dans le but de protéger les investisseurs non professionnels, l'arrêté royal du 25 avril 2014 impose désormais certaines obligations en matière d'information lors de la commercialisation de produits financiers – y compris tous les titres de sociétés et les autres instruments de placement – auprès

¹³². Dans les « Questions on Single Market Legislation » sur le site de la Commission européenne (ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=152), le « placement » d'instruments financiers est défini comme suit: « *Placing is the service provided by an investment firm to an issuer whereby the firm undertakes to place financial instruments with investors on behalf of the issuer. Placing can be carried out either on a firm commitment basis or not depending on the type of commitment that firms undertake towards the issuer. It refers to services provided by the investment firm related to primary market activities associated with the issuance of new instruments (including private equity).* »

¹³³. L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, 2^e éd., Bruxelles, Larcier, 2011, n° 3, p. 66.

¹³⁴. Voy. en ce sens T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, 2001, n° 211, p. 198.

¹³⁵. Communication de la FSMA 2012/15 du 12 juillet 2012 « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding », p. 5.

¹³⁶. La question de savoir si les plates-formes de « crowdfunding » pratiquent une activité d'intermédiation au sens de la loi OPIP est discutable. Selon la FSMA, la circonstance que des titres sont placés via une telle plate-forme et que celle-ci perçoit une commission de la part de l'émetteur est une indication de ce qu'il y a intermédiation (Communication de la FSMA 2012/15 du 12 juillet 2012 « Cadre réglementaire applicable aux opérations de crowdfunding », p. 5). L'exception, introduite par la loi du 25 avril 2014, règle la question, à tout le moins lorsque les conditions de l'art. 18, § 1^{er}, j), de la loi OPIP sont réunies (*supra*, n° 10, 3°).

¹³⁷. L'*exposé des motifs* de la loi du 17 juillet 2013 (*Doc. parl.*, Chambre, 2012-2013, n° 53-2852/001, p. 23) ne mentionne pas ces deux exceptions mais elles résultent clairement de l'art. 55, § 1^{er}, 2, 2° cité ci-avant.

¹³⁸. *Exposé des motifs* de la loi du 17 juillet 2013, *Doc. parl.*, Chambre, 2012-2013, n° 53-2852/001, p. 23.

¹³⁹. Communication précitée de la FSMA 2014/13 du 13 novembre 2014 à l'attention des entreprises qui commercialisent des produits d'investissement en biens meubles ou immeubles, gérés de manière collective, n° 3.1.3.

d'investisseurs ayant la qualité de clients de détail même dans le cadre d'opérations privées (*supra*, n°s 11 à 25) et rend en outre applicables certaines dispositions de la Loi OPIP à de telles opérations (*supra*, n°s 26 à 40).

Un même objectif de protection des investisseurs est à l'origine de l'extension par la loi du 17 juillet 2013 du « monopole d'intermédiation » à certaines offres privées et du renforcement par la loi « Twin Peaks II » du 30 juillet 2013 des sanctions civiles en cas d'offres illicites de produits ou de services financiers (*supra*, n°s 41 à 43).

45. L'application de ces dispositions nouvelles à des opérations de placements privés de titres de sociétés peut se résumer comme il suit:

- 1° le champ d'application des nouvelles obligations imposées par l'arrêté royal du 25 avril 2014 en ce qui concerne tant la fiche d'information que les publicités est potentiellement très large. L'objectif du Gouvernement a en effet été de réglementer toute commercialisation, avec ou sans intermédiaire, dans le cadre d'une offre publique ou d'un placement privé, de produits financiers intervenant dans le cadre d'une activité professionnelle à destination de clients de détails (*supra*, n°s 13 à 17). Un émetteur qui place lui-même ses propres titres auprès d'investisseurs dont certains ont la qualité de clients est donc en principe visé. Les placements auprès d'investisseurs qualifiés échappent en revanche aux obligations nouvelles (*supra*, n° 16);
- 2° ce champ d'application connaît cependant une importante exception: les obligations nouvelles ne sont pas applicables si l'achat ou la souscription de l'instrument de placement requiert, dans le chef du client de détail, une contrepartie d'au moins 100.000 EUR (ou 250.000 EUR s'agissant de parts d'OPC « ouverts »), cette contrepartie devant s'apprécier, selon nous globalement, indépendamment du prix unitaire de chaque instrument de placement (*supra*, n° 13);
- 3° par dérogation au champ d'application général de l'arrêté, le premier volet du texte – relatif à l'obligation d'établir une fiche d'information (*supra*, n°s 18 à 21) – ne s'impose pas, en particulier, lors de la commercialisation d'instruments de placement dans le cadre (i) d'une offre publique avec prospectus, (ii) d'une offre privée destinée à moins de 150 personnes ou (iii) d'une offre bénéficiant d'une dispense de prospectus, comme par exemple une offre bénéficiant de la dispense « crowdfunding » (*supra*, n°s 19 et 20);
- 4° les nouvelles règles en matière de publicité (deuxième volet de l'arrêté) (*supra*, n°s 22 à 25) s'appliquent quant à elles sans exception à tout placement de titres auprès d'investisseurs ayant la qualité de clients de détail, sauf si le montant minimum de l'investissement est supérieur à 100.000 EUR (250.000 EUR pour les parts d'OPC « ouverts »). Toute publicité devra donc comporter, notamment, un « label » de risque ainsi

qu'une indication succincte des principaux risques (« facteurs de risques »);

- 5° les dispositions de la loi OPIP relatives (i) aux communications à caractère promotionnel (*supra*, n°s 28 à 30), (ii) à la responsabilité (*supra*, n° 32), (iii) aux pouvoirs de la FSMA (*supra*, n°s 33 et 34) et (iv) aux pouvoirs de la FSMA et aux sanctions pénales et administratives (*supra*, n°s 38 et 39) sont rendues applicables, notamment, aux offres « privées » destinées à moins de 150 personnes ayant la qualité de clients de détail, sauf, selon nous, si la contrepartie requise est supérieure à 100.000 EUR (250.000 EUR pour les parts d'OPC « ouverts ») (*supra*, n° 27). La portée exacte de cette extension de la loi OPIP est susceptible de discussion mais il semble qu'elle soit moins « spectaculaire » que l'on pourrait s'y attendre, notamment en ce qui concerne la responsabilité des émetteurs (*supra*, n° 37). Elle implique néanmoins que la FSMA dispose désormais du pouvoir de contrôler des offres privées destinées à des clients de détail (*supra*, n° 40);
- 6° l'extension du monopole d'intermédiation aux offres « privées » a également une portée plutôt limitée puisqu'elle ne vise en définitive que les offres (non publiques) d'instruments de placement (i) dont la valeur nominale est supérieure à 100.000 EUR ou (ii) qui requièrent une contrepartie par investisseur de plus de 100.000 EUR, sauf si, dans les deux cas, l'offre est destinée à des investisseurs qualifiés ou s'adresse à moins de 150 personnes (*supra*, n° 43);
- 7° sur le plan des sanctions (civiles), le juge est désormais tenu d'annuler la souscription ou l'achat d'instruments de placements offerts au public en contravention avec la loi OPIP, c'est-à-dire (i) sans prospectus alors qu'un tel prospectus était requis, (ii) en violation du monopole d'intermédiation ou (iii) si des communications ou d'autres documents relatifs à de telles offres sont diffusés dans le public sans avoir été approuvés par la FSMA (*supra*, n° 35). En revanche, l'arrêté royal du 25 avril 2014 ne fait l'objet d'aucune sanction spécifique (*supra*, n°s 12 et 36). En particulier, il n'est pas prévu que la violation des dispositions relatives à la fiche d'information ou aux publicités entraînerait la nullité de plein droit de l'achat ou de la souscription subséquente des titres.

46. Au-delà de ces considérations d'ordre plutôt technique, les dernières évolutions législatives et réglementaires confirment certaines caractéristiques de notre droit financier et font apparaître de nouvelles « tendances »:

- 1° la difficulté pour les régulateurs et les autorités de contrôle de mettre en place et d'appliquer une réglementation tenant compte de l'évolution incessante des marchés et des produits financiers – le développement récent d'instruments permettant au public de réaliser des placements « alternatifs » dans des œuvres d'arts ou des immeubles en est une illustration (*supra*, n° 8,

2°) – tout en trouvant un équilibre entre des objectifs *a priori* contradictoires: protection des investisseurs (professionnels et de détail) et, au-delà, des marchés financiers, d'une part; souhait de ces mêmes investisseurs de diversifier leurs placements dans une période de taux d'intérêts faibles et nécessité de permettre aux entreprises de se financer autrement que par l'endettement bancaire traditionnel sans contraintes administratives excessives, d'autre part;

2° le rôle central que continuent à jouer dans le placement des instruments financiers les concepts de « transparence » et d' « information ». L'arrêté royal du 25 avril 2014 demeure basé sur la « disclosure rule » selon laquelle il appartient aux investisseurs – et non aux autorités de contrôle – d'apprécier la qualité des produits financiers qui leur sont proposés sur la base d'une information fidèle et pertinente. Par dérogation à cette « philosophie » sur laquelle a été bâti notre droit financier, l'article 30*bis* de la loi SSF, introduit par la loi « Twin Peaks II » du 30 juillet 2013, autorise la FSMA à « *arrêter des règlements qui, tenant compte des intérêts des utilisateurs de produits ou services financiers (...) interdisent ou subordonnent*

à des conditions restrictives la commercialisation ou certaines formes de commercialisation, auprès des clients de détail, de produits financiers ou de certaines catégories de produits financiers ». Cette disposition est justifiée par le souci de protection des investisseurs, spécialement des clients de détail, et non des marchés financiers;

3° on constate une tendance à remplacer – ou compléter – une information exhaustive et technique contenue dans le traditionnel prospectus d'émission par une information standardisée (facilitant la comparaison entre les produits financiers), concise, ciblée sur les caractéristiques essentielles du produit et rédigée dans des termes censés être compris par l'investisseur « moyen »;

4° enfin, la protection des investisseurs est de plus en plus à « géométrie variable » selon que l'investisseur est un investisseur qualifié ou un client de détail (ce qui n'est pas neuf), un consommateur ou une personne (morale ou physique) investissant à des fins entrant dans le cadre de son activité professionnelle. Tout ceci rend la matière plus complexe encore qu'elle ne l'était auparavant mais cette complexité est, depuis longtemps, inhérente au droit financier.