

CONSEIL D'ETAT, SECTION DU CONTENTIEUX ADMINISTRATIF

A R R Ê T

n° 234.037 du 4 mars 2016

213.169/XV-2611

En cause :

la s.a. SETTLEMENTS,

ayant élu domicile chez
Me P. della FAILLE, avocat,
avenue du Port 86c bte 113
1000 Bruxelles,

contre :

l'État belge, représenté par le ministre de l'Économie,

ayant élu domicile chez
Mes D. LINDEMANS et A. VANDEBURIE, avocats,
boulevard de l'Empereur 3
1000 Bruxelles.

LE CONSEIL D'ÉTAT, XV^e CHAMBRE,

Vu la requête introduite le 22 juillet 2014 par la société anonyme SETTLEMENTS qui sollicite l'annulation de l'arrêté royal du 24 avril 2014 portant approbation du règlement de l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA) concernant l'interdiction de commercialisation de certains produits financiers auprès des clients de détail;

Vu le dossier administratif;

Vu les mémoires en réponse et en réplique régulièrement échangés;

Vu le rapport de M. D. DELVAX, premier auditeur au Conseil d'État;

Vu la notification du rapport aux parties et les derniers mémoires;

Vu l'ordonnance du 29 décembre 2015, notifiée aux parties, fixant l'affaire à l'audience du 19 janvier 2016 à 9 heures 30;

Entendu, en son rapport, Mme D. DÉOM, conseiller d'État;

Entendu, en leurs observations, Mes P. della FAILLE et ch.-H. de la VALLÉE POUSSIN, avocats, comparaissant pour la partie requérante, et Mes A. VANDEBURIE et D. VAXELAIRE, avocats, comparaissant pour la partie adverse;

Entendu, en son avis conforme, M. D. DELVAX, premier auditeur;

Vu le titre VI, chapitre II, des lois sur le Conseil d'Etat, coordonnées le 12 janvier 1973;

Considérant que les dispositions légales et les faits utiles à l'examen de la cause se présentent comme suit :

L'article 30*bis* de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, tel que modifié par l'article 23 de la loi du 30 juillet 2013 visant à renforcer la protection des utilisateurs de produits et services financiers ainsi que les compétences de l'Autorité des services et marchés financiers, et portant des dispositions diverses (I) dispose :

«Sur avis du conseil de surveillance et après avoir sollicité au moins un mois à l'avance l'avis du Conseil de la Consommation, créé par l'arrêté royal du 20 février 1964 instituant un Conseil de la consommation, le comité de direction de la FSMA peut, sans préjudice des compétences dévolues au ministre ayant l'Économie dans ses attributions, arrêter des règlements qui, tenant compte des intérêts des utilisateurs de produits ou services financiers :

1° 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;

2° favorisent, en prévoyant la mention obligatoire d'un label ou de toute autre façon, la transparence de tels produits, de certaines catégories de tels produits ou des risques, des prix, des rémunérations et des frais liés à de tels produits;

3° recommandent un questionnaire de référence pour définir le profil d'investisseur des utilisateurs de produits financiers.

Pour l'application du présent article, il y a lieu d'entendre par "commercialisation" la présentation du produit, de quelque manière que ce soit, en vue d'inciter le client ou le client potentiel à acheter, à souscrire, à adhérer à, à accepter, à signer ou à ouvrir le produit concerné.

L'article 64, alinéa 3, est applicable à ces règlements.»

Son article 64 est rédigé comme suit :

«Dans les domaines relevant de ses compétences, la FSMA peut prendre des règlements complétant les dispositions légales ou réglementaires concernées sur des points d'ordre technique. Les règlements sont arrêtés conformément à l'article 49, § 3.

Sans préjudice de la consultation prévue dans d'autres lois ou règlements, la FSMA peut, conformément à la procédure de consultation ouverte, exposer le contenu de tout règlement qu'elle envisage de prendre dans une note

consultative et publier celle-ci sur son site web en vue de recueillir les commentaires éventuels des parties intéressées.

Les règlements de la FSMA ne sortent leurs effets qu'après leur approbation par le Roi et leur publication au *Moniteur belge*. Le Roi peut apporter des modifications à ces règlements ou suppléer à la carence de la FSMA d'établir ces règlements.»

La requérante indique avoir notamment pour objet social et être active dans l'achat, la gestion et la vente d'assurances-vie négociées (*life settlements*), qu'elle définit comme des opérations par lesquelles les souscripteurs de polices d'assurance-vie vendent la clause bénéficiaire de leur assurance à un tiers, qui en recevra le capital à l'échéance pour autant qu'il se soit acquitté du paiement des primes dans l'intervalle.

Le 20 avril 2010, la FSMA publie un communiqué dans lequel elle souligne les risques inhérents aux *life settlements* et recommande aux intermédiaires distribuant ces produits «d'informer clairement le public quant aux risques liés à ces produits, même si ni l'information relative à ces produits ni l'offre de services portant sur ces produits ne relèvent du contrôle immédiat de la CBFA». Elle rappelle également aux investisseurs de n'investir que dans des produits dont ils peuvent suffisamment évaluer les risques et dont les caractéristiques correspondent à leur profil d'investisseur.

Le 20 juin 2011, la FSMA publie un «Moratoire sur la commercialisation de produits structurés particulièrement complexes», dans lequel elle appelle le secteur financier à s'abstenir volontairement de commercialiser auprès des investisseurs de détail des produits structurés considérés comme particulièrement complexes, au nombre desquels les *life settlements*.

Elle aboutit à cette conclusion en considérant qu'un produit structuré doit être qualifié de particulièrement complexe s'il ne passe pas avec succès un test faisant intervenir quatre critères, au nombre desquels figure celui de l'accessibilité de la valeur sous-jacente, et en indiquant à ce propos : «Pour l'application du moratoire, la valeur sous-jacente est considérée comme accessible si l'investisseur de détail peut observer les données de marché concernées ou les caractéristiques spécifiques (de la combinaison) des valeurs sous-jacentes par le biais des canaux usuels (Internet, presse écrite)».

Le 31 août 2011, la requérante, qui a pour intention de racheter un portefeuille de *senior life settlements* émis en application du droit américain par le biais d'un emprunt obligataire, informe la FSMA de son intention de lancer une offre publique d'obligations convertibles «zéro coupon» et lui soumet un projet de prospectus. Le

31 mai 2013, après de nombreux échanges de courriers à propos de ce dossier, le comité de direction de la FSMA refuse d'approuver son projet de prospectus. Cette décision fait l'objet d'un recours devant la cour d'appel de Bruxelles, qui l'a rejeté par un arrêt du 8 mai 2015.

Le 3 février 2014, la FSMA lance une consultation sur un projet de règlement concernant l'interdiction de commercialisation de certains produits financiers auprès des clients de détail, dont l'article 2 prévoit l'interdiction «de commercialiser en Belgique, à titre professionnel, auprès d'un ou de plusieurs clients de détail, un ou plusieurs des produits financiers suivants : [...] 2° une assurance vie négociée, un produit financier dont le rendement dépend directement ou indirectement d'une ou de plusieurs assurances vie négociées ou un produit financier dont les actifs sous-jacents se composent totalement ou majoritairement d'une ou de plusieurs assurances vie négociées». Les remarques émises, lors de cette consultation, par les professionnels du secteur financier soit confirment l'opportunité de la mesure en ce qu'elle concerne les *life settlements*, soit n'en parlent pas. Le conseil de la consommation émet, le 20 mars 2014, notamment sur ce projet, un avis dans lequel les représentants de la production et de la distribution indiquent pouvoir soutenir la proposition d'interdiction des produits de *life settlements* et dans lequel les représentants des consommateurs indiquent qu'il s'agit d'une excellente initiative.

Le 27 mars, le conseil de surveillance de la FSMA émet un avis favorable sur ce projet.

Le 3 avril, le comité de direction de la FSMA adopte le règlement concernant l'interdiction de commercialisation de certains produits financiers auprès des clients de détail, rédigé comme suit :

«Section I^{re}. - Définitions

Article 1^{er}. Sans préjudice des définitions énoncées aux articles 2 et 30bis de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, il y a lieu d'entendre, pour l'application du présent règlement, par :

1° "produit financier" : un produit financier tel que visé à l'article 2, 39°, de la loi du 2 août 2002;

2° "organisme de placement collectif" : un organisme de placement collectif qui répond aux conditions de la directive 2009/65/CE ou un organisme de placement collectif alternatif;

3° "actif non conventionnel" : un actif autre que les actifs appartenant aux catégories de placements ouvertes aux organismes de placement collectif publics de droit belge ou aux organismes de placement en créances de droit belge;

4° "assurance vie négociée" : une assurance sur la vie en vertu de laquelle des prestations sont dues en cas de décès de l'assuré, qui a été ou est cédée à un

tiers à titre onéreux ou dont le droit au bénéfice a été ou est cédé à un tiers à titre onéreux (*life settlement*);

5° "assurance de la branche 23" : un contrat d'assurance tel que visé au point III de l'annexe II de la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice;

6° "monnaie virtuelle" : toute forme de monnaie digitale non réglementée qui n'a pas cours légal.

Section II. - Interdiction de commercialisation auprès des clients de détail

Art. 2. Il est interdit de commercialiser en Belgique, à titre professionnel, auprès d'un ou de plusieurs clients de détail, un ou plusieurs des produits financiers suivants :

1° une assurance vie négociée ou un produit financier dont le rendement dépend directement ou indirectement d'une ou de plusieurs assurances vie négociées;

2° un produit financier dont le rendement dépend directement ou indirectement d'une monnaie virtuelle;

3° un instrument de placement autre qu'une part d'un organisme de placement collectif dont le rendement dépend directement ou indirectement d'un organisme de placement collectif alternatif qui investit dans un ou plusieurs actifs non conventionnels;

4° une assurance de la branche 23, liée à un fonds interne qui investit directement ou indirectement dans un ou plusieurs actifs non conventionnels, ou dont le rendement dépend directement ou indirectement d'un organisme de placement collectif alternatif qui investit dans un ou plusieurs actifs non conventionnels.

Section III. - Dispositions finales

Art. 3. Le présent règlement entre en vigueur à la date d'entrée en vigueur de l'arrêté royal qui l'approuve.»

À ce règlement est jointe une note explicative, qui comprend notamment les passages suivants :

« I. Considérations générales

À la suite de la crise financière, il s'est avéré que des clients de détail avaient, dans certains cas, acquis des produits financiers non conventionnels, qui n'étaient pas propres à la commercialisation auprès de clients de détail.

Pour remédier à cette situation, le législateur a prévu, à l'article 30bis de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, une disposition octroyant à la FSMA le pouvoir d'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.

Ce pouvoir avait initialement été inscrit à l'article 49, § 3, alinéa 2, de la loi du 2 août 2002 par la loi du 2 juillet 2010 modifiant la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers ainsi que la loi du 22 février 1998 fixant le statut organique de la Banque nationale de Belgique, et portant des dispositions diverses (*Moniteur belge* du 28 septembre 2010). Il a ensuite été déplacé, par la loi du 30 juillet 2013 visant à

renforcer la protection des utilisateurs de produits et services financiers ainsi que les compétences de l'Autorité des services et marchés financiers, et portant des dispositions diverses (I) (*Moniteur belge* du 30 août 2013), pour être intégré, sous une nouvelle formulation, dans l'article 30bis de la loi du 2 août 2002.

Conformément à l'article 30bis de la loi du 2 août 2002, le Conseil de surveillance de la FSMA a rendu son avis le 27 mars 2014 et l'avis du Conseil de la consommation a été sollicité au moins un mois à l'avance; le Conseil de la consommation a rendu son avis le 20 mars 2014.

Le règlement de la FSMA a pour objet de désigner des produits financiers spécifiques qui sont impropres à la commercialisation auprès des clients de détail. Il ne porte pas atteinte aux arrangements éventuellement convenus entre la FSMA et les établissements financiers. L'on pense ici en particulier au moratoire sur la commercialisation de produits structurés particulièrement complexes auprès des investisseurs de détail, que la FSMA a lancé le 20 juin 2011 en appelant les distributeurs actifs en Belgique à y adhérer, ce que la grande majorité d'entre eux ont fait.

À l'article 30bis de la loi du 2 août 2002, la commercialisation est définie comme étant "la présentation du produit, de quelque manière que ce soit, en vue d'inciter le client ou le client potentiel à acheter, à souscrire, à adhérer à, à accepter, à signer ou à ouvrir le produit concerné". Un exemple typique de commercialisation est la diffusion d'une publicité. Le règlement vise la commercialisation opérée à titre professionnel, que ce soit par l'offreur ou l'émetteur même du produit ou par un intermédiaire. La gestion de portefeuille ne comporte pas de commercialisation, dès lors que les décisions d'investissement sont prises par le gestionnaire du portefeuille.

Il convient de noter, pour conclure ces considérations générales, que la méconnaissance des dispositions du présent règlement peut être sanctionnée en application des règles énoncées dans le chapitre II, section 8, de la loi du 2 août 2002, d'autres sanctions étant également possibles en vertu de la législation sectorielle dans les cas où celle-ci est applicable.

II. Produits financiers visés

De temps à autre, et certainement en période de taux faibles et de volatilité élevée, des produits financiers portant sur des actifs particuliers sont promus sous l'étiquette de produits offrant à la fois sécurité et bon rendement et étant peu ou non corrélés aux marchés financiers traditionnels. Citons, à titre d'exemple de tels actifs, du vin, du whisky, de l'argent virtuel, des objets d'art et des *life settlements* (appelés dans le présent règlement "assurances vie négociées"). Il s'agit en réalité de produits qui sont souvent, par nature, très spéculatifs, complexes et extrêmement difficiles à évaluer pour un client de détail.

À l'étranger, des mesures ont récemment été prises en vue d'encadrer ou d'interdire la commercialisation de tels produits auprès des particuliers.

Les Pays-Bas, par exemple, ont instauré il y a quelques années un régime spécifique pour les objets d'investissement ("*beleggingsobjecten*"), tels que des droits sur du bois (dur) et du vin. Au Royaume-Uni, la commercialisation de *non mainstream pooled investments* auprès des investisseurs de détail est soumise à des restrictions depuis le 1^{er} janvier 2014 (cf. *policy statement* PS/13/3 de la FCA de juin 2013 concernant les "*Restrictions on the retail distribution of unregulated collective investment schemes and close substitutes*"). Les produits visés sont des droits sur des actifs exotiques ou des structures qui revêtent un caractère inhabituel, très spéculatif ou très complexe pour des investisseurs de détail, tels que des fonds d'investissement collectif non réglementés, des *life settlements*, des plantations, des récoltes ou des vins.

Le présent règlement a pour objectif d'interdire la commercialisation de certains produits financiers auprès des clients de détail. Il s'agit concrètement des produits spécifiques suivants :

1° une assurance vie négociée ou un produit financier dont le rendement dépend directement ou indirectement d'une ou de plusieurs assurances vie négociées;

2° un produit financier dont le rendement dépend directement ou indirectement d'une monnaie virtuelle;

3° un instrument de placement autre qu'une part d'un organisme de placement collectif dont le rendement dépend directement ou indirectement d'un organisme de placement collectif alternatif qui investit dans un ou plusieurs actifs non conventionnels;

4° une assurance de la branche 23, liée à un fonds interne qui investit directement ou indirectement dans un ou plusieurs actifs non conventionnels, ou dont le rendement dépend directement ou indirectement d'un organisme de placement collectif alternatif qui investit dans un ou plusieurs actifs non conventionnels.

Le présent règlement appelle quelques explications.

1° La première catégorie de produits visée par le règlement est celle des produits financiers qui dépendent d'assurances vie négociées ou "*life settlements*".

Ces produits financiers confèrent à leur souscripteur un droit sur des créances exigibles auprès d'un assureur lors du décès de personnes assurées. Le rendement obtenu dépend notamment du moment du décès des assurés. Parfois, un réassureur assure le risque que l'assuré soit encore en vie à l'échéance du produit financier.

Le marché de ces "assurances vie négociées" ou "*life settlements*" est né aux États-Unis à la fin du siècle dernier. Il constituait initialement un moyen de permettre aux malades du sida en phase terminale de payer leurs frais médicaux avec le revenu généré par la vente de l'assurance vie.

Ce marché s'est depuis lors étendu en ce sens que d'autres personnes aussi se sont mises à vendre leur assurance vie et que des produits financiers ayant des "*life settlements*" pour valeur sous-jacente ont été commercialisés dans le monde entier, tant auprès de clients professionnels qu'auprès de clients de détail. C'est ainsi que de tels produits se sont vus commercialisés en Belgique sous la forme d'instruments de placement ou de contrats d'assurance de la branche 23.

Abstraction faite de la problématique éthique liée à ce marché, il s'agit de produits financiers qui sont, par nature, très complexes et très risqués. La détermination de la valeur de ces produits fait intervenir différents facteurs, tels que l'estimation de l'espérance de vie des assurés – domaine dans lequel la nature et la diversité des assurés ainsi que les progrès de la médecine notamment jouent un rôle –, la monnaie dans laquelle sont libellés les contrats d'assurance vie sous-jacents, le montant des primes à payer tant que les assurés sont en vie, ainsi que la solvabilité des entreprises d'assurances et des éventuels réassureurs. L'on ne peut attendre de clients de détail qu'ils soient capables d'évaluer correctement ces produits.

En raison du caractère international des risques et des parties concernées, ces produits sont en outre extrêmement sujets aux fraudes, l'administration de la justice étant dans ce cas rendue difficile par l'implication de différentes juridictions. Récemment, de tels produits financiers, touchés par des affaires de fraude, ont occasionné tant sur le plan international qu'en Belgique des dommages réels dans le chef de clients de détail.

Ces considérations justifient l'instauration d'une interdiction de commercialisation de tels produits financiers sur le territoire belge auprès de clients de détail. Cette interdiction s'applique aussi bien aux assurances décès au sens strict qu'aux assurances sur la vie qui prévoient une prestation si l'assuré est en vie à la date d'échéance, ainsi que s'il décède avant cette date (ce

qu'on appelle les "assurances vie mixtes").^[1] Elle n'empêche évidemment pas qu'une personne puisse demander à son assureur le rachat de son assurance vie. Le présent règlement ne s'applique en effet qu'à la commercialisation à titre professionnel auprès des investisseurs de détail.

Il est question de "négociation" d'une assurance sur la vie dès le moment où une personne cède à un tiers, à titre onéreux, une assurance sur la vie ou le droit au bénéfice de cette assurance.

[...]

Dès le moment où le rendement d'un produit financier dépend soit d'un organisme de placement collectif alternatif qui investit dans des actifs non conventionnels ou d'un fonds interne qui investit directement ou indirectement dans des actifs non conventionnels, soit d'une ou de plusieurs assurances vie négociées, soit encore d'une monnaie virtuelle, l'interdiction de commercialisation trouve à s'appliquer.

Il peut être question d'un lien direct si les conditions d'émission d'un produit financier lient soit le remboursement de la mise, soit le revenu généré par le produit, totalement ou partiellement, à l'évolution ou au rendement d'une des valeurs sous-jacentes visées.

Il peut être question d'un lien indirect si les actifs sous-jacents sont constitués, de manière substantielle, de l'une des valeurs sous-jacentes visées. Tel peut être le cas si les produits financiers (comme des obligations avec coupon fixe) sont émis par une entité qui, pour honorer ses obligations de paiement relativement à ces produits financiers, se finance de manière substantielle au moyen du revenu généré par un portefeuille d'assurances vie négociées, sans que les conditions d'émission de ces produits financiers prévoient un lien avec ce portefeuille d'assurances vie négociées. Dans le cas de tels produits, le risque sous-jacent encouru par l'investisseur est en effet identique : la solvabilité de l'émetteur dépend de manière substantielle de la qualité des assurances vie négociées; une bonne compréhension de ce portefeuille est nécessaire pour pouvoir évaluer les produits financiers.

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

1° Il est précisé que le règlement vise la commercialisation sur le territoire belge, quelle que soit la nationalité ou le lieu d'établissement de la personne qui commercialise le produit. Le règlement s'applique dès qu'il y a commercialisation sur le territoire belge et uniquement sur le territoire belge. Il ne vise donc pas la commercialisation à l'étranger par une personne établie en Belgique.

2° On souligne en premier lieu que le présent règlement se limite bien entendu à régler des questions qui ne font pas l'objet d'une harmonisation maximale par les directives européennes applicables en matière financière. Par ailleurs, il n'a pas non plus d'effet en ce qui concerne les régimes de passeport européen existants.

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

¹ On relèvera, toutefois, que l'article 1^{er}, 4°, du règlement ne vise que l'hypothèse de l'assurance-décès et non celle de l'assurance mixte.

Le règlement se situe également en dehors du champ d'application de la Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les Directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la Directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la Directive 93/22/CEE du Conseil, qui porte sur la fourniture de services d'investissement et non sur la réglementation des produits.

Le règlement ne vise pas les organismes de placement collectif visés par la Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

Le règlement se situe en dehors du champ d'application de la Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les Directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010. Le cadre établi par cette directive ne concerne que les gestionnaires et non les organismes de placement collectif en eux-mêmes (et en particulier leur politique d'investissement). Par ailleurs, il y a lieu de remarquer que le régime de passeport établi par cette directive ne s'applique qu'à la commercialisation auprès d'investisseurs professionnels, et non auprès d'investisseurs de détail. Enfin, et en toute hypothèse, on observe qu'au stade actuel (voy. *supra*), le règlement ne traite pas de la commercialisation directe d'organismes de placement collectif alternatifs.

Le règlement vise également certains produits d'assurance. À cet égard, l'on sait que la Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice établit un régime de passeport, en vertu duquel les entreprises d'assurances établies dans un État membre peuvent exercer leurs activités sur l'ensemble du territoire de l'Union. On souligne toutefois que l'article 180 de la Directive 2009/138/CE permet aux États membres de soumettre la commercialisation de contrats d'assurance au respect des dispositions d'intérêt général de leur droit national, même si l'entreprise d'assurances concernée est originaire d'un autre État membre. C'est sur cette disposition que repose le régime mis en place en la matière.

3° Même lorsque les États membres prennent – comme ici – des mesures dans des matières non harmonisées par les directives européennes, ils restent tenus de respecter les principes généraux du droit de l'Union. Les mesures restrictives de la libre circulation des capitaux ou de la libre prestation de services financiers ne sont admises qu'à condition qu'elles soient non discriminatoires, répondent à des raisons impérieuses d'intérêt général, soient aptes à garantir la réalisation de l'objectif poursuivi et n'aillent pas au delà de l'objectif poursuivi.

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

Comme indiqué dans l'exposé détaillé du régime mis en place repris ci-dessus, les produits visés par le présent règlement sont, en raison de leurs caractéristiques intrinsèques, impropres à la commercialisation auprès de clients de détail. Il est donc justifié d'interdire leur commercialisation auprès de tels clients, dans une optique de protection de cette catégorie de personnes et afin de contribuer au bon fonctionnement et à la réputation des marchés et du secteur financier. Un tel objectif répond à la qualification de raison impérieuse d'intérêt général.

Étant donné le problème qui se pose en l'espèce et les objectifs poursuivis par le règlement, il apparaît par ailleurs qu'il n'existe pas de technique moins radicale pour offrir une protection suffisante aux clients de détail. Comme souligné ci-dessus, le présent règlement interdit en effet la commercialisation

de certains produits auprès de clients de détail en raison de leurs caractéristiques intrinsèques, qui les rendent impropres à une telle commercialisation. Pour cette raison, des mesures alternatives, telles que l'imposition d'obligations supplémentaires d'information, ne seraient pas pertinentes au regard des buts poursuivis par le règlement.

Enfin, les mesures restrictives ne vont pas au delà de l'objectif poursuivi. Elles n'ont aucune incidence sur la commercialisation des produits visés auprès des clients professionnels et n'ont d'effet qu'à l'égard de la catégorie des clients de détail.».

Le Roi approuve ce règlement par un arrêté du 24 avril 2014. Il s'agit de l'acte attaqué, qui est publié, ainsi que le règlement de la FSMA et la note explicative à celui-ci, au *Moniteur belge* du 20 mai 2014;

Considérant que la partie adverse conteste la recevabilité du recours, au motif que celui-ci n'est dirigé que contre l'arrêté royal d'approbation du règlement, et non contre le règlement lui-même, qui seul fait grief à la requérante; qu'elle soutient que l'absence d'approbation aurait uniquement eu pour effet d'empêcher le règlement de sortir ses effets, et qu'elle ne se substitue pas au règlement; qu'elle ajoute que le recours est également irrecevable au motif que, même s'il fallait considérer qu'il vise également l'annexe à l'arrêté royal, il en poursuit l'annulation intégrale, alors que la requérante n'est active que dans le domaine des *life settlements* et n'indique pas en quoi les autres interdictions qu'il instaure lui font grief;

Considérant que la requérante indique être active dans le secteur des *life settlements*, ce que prévoient expressément ses statuts, et avoir donc intérêt à l'annulation de l'acte attaqué, qui a pour but et pour effet de l'empêcher d'exercer une partie de son objet social; qu'elle réplique notamment à la partie adverse qu'elle n'est pas obligée de limiter l'étendue de l'annulation qu'elle poursuit, et qu'une annulation partielle n'est envisageable que si l'objet de l'acte attaqué est divisible; qu'elle affirme qu'il existe des liens historiques entre les différents produits dont la commercialisation est interdite par l'acte attaqué, de sorte que celui-ci est indivisible; qu'elle considère que le Conseil d'État estime d'habitude qu'il lui appartient d'annuler tout l'acte et de laisser à l'autorité le soin de prendre une nouvelle décision; qu'elle conclut que le recours est recevable en tant qu'il vise l'annulation intégrale de l'acte attaqué;

Considérant que le recours est dirigé contre l'arrêté royal du 24 avril 2014 portant approbation du règlement de l'Autorité des services et marchés financiers concernant l'interdiction de commercialisation de certains produits financiers auprès des clients de détail, sur la base de moyens qui critiquent les mesures contenues dans ce règlement; que l'article 64 de la loi précitée du 2 août 2002 prévoit qu'un tel règlement ne peut produire ses effets qu'après avoir été approuvé par le Roi, qui dispose également de la possibilité d'y apporter des modifications; qu'en cas d'annulation de l'arrêté royal d'approbation, le règlement qui fait grief à la requérante sera donc réputé ne jamais avoir produit d'effet; que, par ailleurs, il peut être admis que l'arrêté royal qui approuve un tel règlement s'en approprie les éventuelles illégalités, de sorte que, s'ils sont reconnus fondés, les

moyens invoqués sont bien de nature à conduire à l'annulation poursuivie; que le recours est, à cet égard, recevable;

Considérant que la requérante justifie son intérêt par la circonstance que l'acte attaqué a pour objet d'interdire la commercialisation d'assurances-vie négociées et de produits financiers dont le rendement dépend d'une ou de plusieurs assurances-vie négociées, ce qui entre dans son objet social; qu'elle ne se dit pas concernée par les autres interdictions prévues par l'acte attaqué, qui ne lui fait donc pas grief à cet égard; que rien n'indique qu'il existerait une interdépendance entre les différents produits financiers visés par le règlement attaqué, lesquels sont clairement distincts, de sorte qu'une annulation partielle ne conduirait pas le Conseil d'État à se substituer à la partie adverse; que, dès lors, le recours n'est recevable qu'en ce qu'il vise l'interdiction contenue dans l'article 2, 1°, du règlement du 3 avril 2014 approuvé par l'arrêté attaqué;

Considérant que la requérante prend un premier moyen de la violation des articles 33, 108 et 160 de la Constitution, de l'article 3 des lois sur le Conseil d'État, coordonnées le 12 janvier 1973, des articles 30bis et 64, alinéa 3, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, de l'erreur de droit et du vice de forme substantiel; qu'elle soutient que l'arrêté royal attaqué est illégal car il n'a pas été soumis à l'avis de la section de législation du Conseil d'État;

Considérant que ni le règlement de la FSMA, qui n'émane pas d'une autorité visée à l'article 3 des lois coordonnées sur le Conseil d'État, ni l'arrêté attaqué, qui constitue un acte de tutelle administrative dépourvu de caractère réglementaire, ne devaient être soumis à l'avis de la section de législation du Conseil d'État; que le moyen n'est pas fondé;

Considérant que la requérante prend un deuxième moyen de la violation des articles 10 et 11 de la Constitution, de la liberté d'entreprendre telle que consacrée par les articles II.3 et II.4 du Code de droit économique, de la libre prestation des services et des capitaux telle que consacrée par les articles 56 et 63 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, de la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, des articles 30bis et 64 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, des principes de bonne administration dont le principe général de proportionnalité, du principe général de motivation interne selon lequel tout acte administratif doit reposer sur des motifs exacts, pertinents et admissibles, de l'erreur manifeste d'appréciation et de l'excès de pouvoir;

qu'en une première branche, elle indique que le motif selon lequel l'interdiction de commercialisation des *life settlements* est justifiée par le fait qu'il s'agit de produits «par nature, très complexes et très risqués» est inexact en fait et est discriminatoire; que, selon elle, il ne s'agit que de contrats d'assurance-vie dont les souscripteurs ont

vendu la clause bénéficiaire à un tiers, ce qui n'est pas plus spéculatif que d'autres produits d'investissement; qu'elle souligne que le caractère spéculatif d'une transaction dépend essentiellement des raisons qui déterminent l'investisseur à procéder à la transaction de vente ou d'achat, rarement au produit financier lui-même; qu'elle fait valoir qu'il ne s'agit pas de produits très complexes et que d'autres produits comme l'assurance-incendie ou l'investissement en viager, dont le rendement est lié à divers facteurs présentant un aléa, sont pourtant autorisés, tout comme les titres émis par une compagnie d'assurance, une banque ou une société nationale multisectorielle qui sont aussi complexes que les contrats d'assurance-vie; qu'elle ajoute que d'autres produits financiers présentent également un caractère international, et que les *life settlements* n'ont donc pas les caractéristiques que la partie adverse leur prête ou, à tout le moins, ont les mêmes caractéristiques que de nombreux autres produits, non visés par l'acte attaqué; qu'elle observe que la commercialisation des *life settlements* ne fait l'objet d'aucune restriction particulière, à part aux Pays-Bas et en Grande-Bretagne, où elle a été interdite, que les *life settlements* sont réglés aux États-Unis et sont même aujourd'hui distincts des «*viatical*», objet premier de l'opération (cession de la clause bénéficiaire en vue de payer les soins médicaux), et, concernant l'aspect éthique de l'opération, que c'est le métier de tout assureur-vie de tableur sur la durée de vie des assurés;

qu'en réplique, elle indique, quant à cette première branche, que le contrôle du Conseil d'État ne se limite pas à censurer l'erreur manifeste d'appréciation, mais bien à apprécier toute la légalité d'un acte administratif; qu'elle soutient que l'acte attaqué approuve un règlement fondé sur des motifs qui manquent en fait et sont discriminatoires;

qu'elle affirme que le motif selon lequel les *life settlements* sont des produits financiers spéculatifs ne peut être retenu, dès lors qu'il ne s'agit que de simples contrats d'assurance-vie, dont les souscripteurs ont vendu la clause bénéficiaire à un tiers; qu'elle explique qu'à l'instar d'une assurance-vie, le souscripteur désigne contre paiement d'un prix déterminé un tiers comme bénéficiaire du capital garanti; qu'elle définit la spéculation comme «l'achat (ou la vente) de marchandises en vue d'une revente (ou d'un rachat) à une date ultérieure, là où le mobile d'une telle action est l'anticipation d'un changement des prix en vigueur, et non un avantage résultant de leur emploi, ou une transformation ou un transfert d'un marché à un autre» et considère que la cession d'un contrat d'assurance entre des parties déterminées, identifiées et solvables ne peut donc être considérée comme spéculative par nature;

qu'elle critique également le motif selon lequel les *life settlements* sont des produits financiers complexes, expliquant que bien d'autres produits voient leur valeur dépendre de nombreux facteurs sans devenir pour autant des produits incompréhensibles pour le client de détail adéquatement informé; qu'elle cite le rendement d'un contrat d'assurance qui est, pour une compagnie d'assurance, tributaire de la probabilité du risque de sinistre, de la monnaie à laquelle fait référence le contrat, du montant des primes, ou de la solvabilité des assureurs et réassureurs, ou encore le rendement d'un investissement en viager qui est lié à l'espérance de vie du vendeur, à la monnaie dans laquelle est exprimée le contrat, au montant des intérêts à payer pendant la durée du contrat; qu'elle constate que la FSMA autorise la commercialisation des titres émis par les compagnies d'assurances, les banques et les sociétés multinationales multisectorielles, dont la rentabilité

dépend pourtant également de très nombreux facteurs que l'investisseur ne peut juger; qu'elle fait valoir qu'une entreprise active dans le secteur de la gestion des assurances-vie négociées possède aussi l'expertise nécessaire pour évaluer les assurances qu'elle acquiert ou vend, fait certifier ses comptes et évaluer son portefeuille par des experts;

que, pour contester le motif selon lequel les *life settlements* sont des produits financiers risqués, elle expose que tous les produits financiers comportent des risques de nature variée, et que les législateurs belge et européen ont pris des mesures destinées à prévenir ces risques ou à informer les investisseurs, notamment l'arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers; qu'elle explique que l'acte attaqué n'interdit pas uniquement la commercialisation d'assurances-vie négociées, mais également celle de produits financiers dont le rendement dépend directement ou indirectement d'assurances-vie négociées, au motif que «le risque sous-jacent encouru par l'investisseur est en effet identique : la solvabilité de l'émetteur dépend de manière substantielle de la qualité des assurances-vie négociées; une bonne compréhension de ce portefeuille est nécessaire pour pouvoir évaluer les produits financiers»; qu'elle en déduit que la FSMA souhaite donc que l'investisseur puisse évaluer la solvabilité et les actifs de l'émetteur et non celle du produit, et fait valoir qu'elle a pourtant autorisé de nombreuses sociétés à émettre publiquement des produits financiers et à commercialiser ceux-ci auprès de clients de détail alors même que la solvabilité et les actifs de ces sociétés pouvaient difficilement être évalués à court, moyen ou long terme; qu'elle en donne des exemples détaillés; que, selon elle, les risques visés par ces prospectus sont aussi difficiles à maîtriser que ceux qui concernent les assurances-vie négociées; qu'elle estime que la FSMA a donc réservé un traitement différent aux sociétés dont les actifs sont substantiellement composés de revenus générés par un portefeuille de *life settlements*;

qu'elle critique le motif selon lequel les *life settlements* sont des produits financiers sujets aux fraudes, car le caractère international des risques est une caractéristique courante des produits financiers, aucun ne pouvant prétendre ne pas avoir un caractère international; qu'elle affirme que le motif selon lequel les *life settlements* ont occasionné des dommages réels dans le chef de clients de détail ne peut être retenu, car ce risque est intrinsèque à tout produit financier; ce qui justifie que la FSMA a adopté un règlement, approuvé par un arrêté royal du 25 avril 2014, imposant aux émetteurs de produits financiers commercialisés auprès des clients de détail l'obligation de doter leurs produits d'un «label de risque standardisé»; que, selon elle, de nombreux autres produits dont elle cite des exemples, dont la commercialisation n'a pas été interdite, ont aussi causé des dommages réels aux clients de détail, et les *life settlements* ne présentent donc pas plus de risque que des produits dont la commercialisation n'est pas interdite; qu'elle relève qu'aucun autre pays européen, hormis les Pays-Bas et la Grande-Bretagne, n'a pris de mesure contre les *life settlements* et affirme qu'au Pays-Bas, il suffit de se soumettre à un contrôle de l'autorité de contrôle financier pour pouvoir vendre ce produit;

que, dans son dernier mémoire, elle réitère son argumentation et ajoute que tout instrument financier a un rendement aléatoire, puisque l'avenir est par définition imprévisible; qu'elle explique que sa propre intervention permet d'analyser les contrats d'assurance-vie avec les mêmes outils statistiques et la même expertise

hyperspécialisés que ceux dont disposent les compagnies d'assurances, afin de repérer les contrats les plus intéressants à racheter; qu'elle affirme s'être engagée à mettre à la disposition des clients de détail, sur son site internet, les informations permettant la valorisation des *life settlements* qu'elle émet; qu'elle répète que le rendement d'autres contrats qui ne sont pas interdits varie également en fonction de différents éléments à propos desquels l'information est complexe, voire impossible à trouver dans les faits; qu'elle précise que la Belgique est le seul pays de la zone euro qui choisit d'interdire la commercialisation non seulement des assurances-vie négociées mais aussi des produits financiers dont le rendement dépend directement ou indirectement de celles-ci;

que dans une seconde branche du moyen, elle soutient que les mesures prises excèdent la proportionnalité requise pour atteindre l'objectif de protection des clients de détail puisqu'il pouvait être atteint par des mesures moins attentatoires aux libertés fondamentales visées au moyen; qu'elle rappelle que, tant en vertu du droit national qu'en vertu du droit européen, le principe de proportionnalité doit être appliqué aux restrictions apportées aux libertés économiques; qu'elle évoque la disposition, non encore entrée en vigueur, de l'article 42 du règlement (UE) n° 600/2014 du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, qui énonce les conditions pour interdire la commercialisation de certains instruments financiers (constat de l'insuffisance des exigences réglementaires existantes et proportionnalité de la mesure), et constitue une application du principe de proportionnalité; qu'elle constate que l'acte attaqué a pour objectif de protéger les clients de détail en les informant des avantages et risques de ce produit, et soutient que cet objectif ne requiert pas l'interdiction totale de la commercialisation des *life settlements*, car d'autres moyens permettraient de l'atteindre; qu'elle relève que la commercialisation de ces instruments est déjà soumise aux prescriptions de la directive MiFID n° 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers, transposée par un arrêté royal du 27 avril 2007, qui impose des obligations d'information, et qu'un arrêté royal du 25 avril 2014 impose certaines obligations en matière d'information lors de la commercialisation de produits financiers auprès des clients de détail; qu'elle constate que cet arrêté, d'une part, impose la remise d'une fiche d'information sur le produit, et, d'autre part, réglemente la publicité pour les produits financiers, et que, selon elle, rien n'explique pourquoi ces exigences réglementaires ne suffiraient pas à écarter les risques allégués; qu'elle considère qu'il n'est pas davantage démontré que les risques prétendument identifiés par la FSMA n'auraient pas pu être écartés par une amélioration de la surveillance ou de la mise en œuvre des exigences actuelles; qu'elle souligne que l'article 30bis de la loi du 2 août 2002 permet d'adopter des règlements qui interdisent ou subordonnent la commercialisation ou certaines formes de commercialisation de certains produits financiers à des conditions restrictives, qui favorisent la transparence financière par un label, ou qui recommandent un questionnaire de référence, mais que la partie adverse a retenu la mesure la plus stricte; qu'elle conteste, comme relevant de la pétition de principe, la justification contenue dans la note explicative; qu'elle estime démontré que les *life settlements* ne présentent aucune caractéristique intrinsèque qui les rendrait impropres à la commercialisation aux clients de détail; qu'elle indique qu'à part la Grande-Bretagne, les autres pays européens ont retenu des mesures moins contraignantes, et précise que les Pays-Bas n'ont pas établi une interdiction pure et simple mais des mesures de contrôle spécifiques; qu'elle conclut que le choix de la mesure la plus radicale n'est

donc ni justifié ni justifiable, de sorte que l'article 64, alinéa 3, de la loi du 2 août 2002 permettait au Roi d'apporter des modifications au règlement de la FSMA en raison de son caractère manifestement disproportionné;

qu'en réplique, quant à cette seconde branche, elle affirme qu'elle peut se prévaloir des dispositions de droit communautaire car il ne saurait être exclu que des entreprises établies dans un autre État membre souhaitent commercialiser des *life settlements* en Belgique ou que des investisseurs établis dans un autre État membre souhaitent souscrire en Belgique à un emprunt obligataire ayant un lien avec des *life settlements*; qu'elle rappelle le principe de proportionnalité inhérent à l'article 56 du T.F.U.E. et invoque divers arrêts de la C.J.U.E.;

qu'elle estime que la FSMA aurait pu rencontrer ses objectifs en décidant d'appliquer les mêmes règles de transparence que celles qui sont imposées aux entreprises offrant des services ou exerçant des activités d'investissement par la directive MiFID 2004/39/CE lorsqu'elles commercialisent des *life settlements* ou des produits financiers dont le rendement dépend directement ou indirectement d'un ou plusieurs *life settlements*, expressément visés par cette directive; qu'elle détaille les obligations en matière d'informations, prévues par l'article 20 de la loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placements et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, et les compétences de la FSMA dans ce cadre, ainsi que par l'arrêté royal du 25 avril 2014, précité, et répète qu'il n'est pas davantage démontré que les risques prétendument identifiés par la FSMA n'auraient pas pu être écartés par une amélioration de la surveillance ou de la mise en œuvre des exigences actuelles, et que la FSMA n'explique pas en quoi des mesures supplémentaires d'information (comme l'apposition d'un label) ne seraient pas pertinentes;

qu'elle affirme, en substance, que les conditions prescrites par le règlement n° 600/2014 ne sont pas remplies et, par conséquent, le principe de proportionnalité n'est pas respecté; que, selon elle, il ne s'agit pas d'un instrument posant d'importants problèmes de protection des investisseurs ou constituant une menace pour le bon fonctionnement ou l'intégrité des marchés financiers au sens de l'article 42, § 7, de ce règlement, qui selon elle est directement applicable :

- une obligation zéro coupon n'est pas un instrument financier complexe,
- ni les produits financiers classiques ni les *life settlements* ne sont des instruments financiers innovants,
- une obligation zéro coupon n'engendre pas un effet levier qui pourrait poser des problèmes pour la protection des investisseurs ou pour le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés financiers,
- la FSMA n'a pas examiné la taille ou la valeur notionnelle de l'émission sous l'aspect du bon fonctionnement et de l'intégrité des marchés financiers;

qu'elle conclut que les mesures d'interdiction ne sont pas proportionnées au regard des risques détectés en matière de protection des investisseurs, et que le choix de la FSMA n'est donc ni justifié ni justifiable; et que le Roi s'est approprié l'illégalité du règlement de la FSMA;

qu'elle réitère son argumentation dans son dernier mémoire;

Considérant, quant à la première branche, que le moyen consiste à contester l'appréciation portée par la FSMA sur les caractéristiques du produit financier que constituent les *life settlements*; que, sous réserve de l'examen du troisième moyen, il n'est pas contesté que la FSMA et, à sa suite, le Roi, disposent d'une marge d'appréciation pour évaluer si un produit financier présente des caractéristiques qui peuvent amener à restreindre ou interdire sa commercialisation auprès des clients de détail;

qu'il ressort de la notice explicative jointe au règlement approuvé par l'acte attaqué que la FSMA a tenu compte d'un ensemble de motifs, et a estimé, comme l'a écrit la partie adverse dans le mémoire en réponse, «que les *life settlements* sont des produits spéculatifs, complexes, risqués, extrêmement difficiles à évaluer pour un client de détail, sujets aux fraudes et qui ont occasionné des dommages réels dans le chef de clients de détail»; qu'il appartient au Conseil d'État de vérifier si ces motifs dans leur ensemble ont légalement pu amener la FSMA à adopter la décision contestée;

que la qualification des *life settlements* comme des produits spéculatifs est admissible; qu'à suivre la définition subjective de la spéculation, proposée par la requérante, aucun produit financier ne devrait être jugé «spéculatif» en lui-même, alors que cette qualification revêt manifestement un sens, désignant notamment les placements qui impliquent de miser sur des éléments particulièrement aléatoires; que le rapprochement avec d'autres contrats aléatoires comme l'assurance-incendie ou l'achat en viager, ainsi que l'assurance-vie proprement dite, ne convainc pas; qu'en effet, ces contrats ne sont normalement pas conclus exclusivement en vue d'un profit financier, et l'aléa dont ils sont affectés est lié à une circonstance que le souscripteur mesure et identifie concrètement, alors que le *life settlement* constitue une opération purement financière qui implique d'apprécier l'équilibre d'un contrat conclu initialement par des tiers, dont l'un est un professionnel particulièrement aguerri, et de spéculer sur le décès du souscripteur originaire pour espérer réaliser un profit; que cette notion de produit spéculatif, conjuguée aux autres motifs précités, n'a pas été contredite par les instances consultées lors de l'élaboration du règlement; que la requérante n'établit pas que la partie adverse aurait commis une erreur manifeste d'appréciation en estimant que les *life settlements* sont des produits spéculatifs;

que le motif selon lequel les *life settlements* sont des produits complexes est étayé par des éléments concrets, montrant que la valeur d'un tel placement dépend d'un ensemble d'éléments à propos desquels le client de détail ne peut disposer d'une information efficace, tels que l'estimation de l'espérance de vie de l'assuré, les fluctuations de la monnaie dans laquelle sont libellés les contrats d'assurance-vie

sous-jacents, le montant des primes d'assurance encore à payer et la solvabilité des entreprises d'assurance et des éventuels réassureurs; qu'il s'agit d'un produit d'un autre type que les titres émis par les compagnies d'assurances, les banques et les sociétés multinationales multisectorielles, dont la rentabilité dépend certes de facteurs que le simple particulier ne peut pas estimer facilement, mais résulte malgré tout de l'ensemble d'une activité commerciale diversifiée et réglementée, faisant l'objet d'informations accessibles; qu'au demeurant, la requérante reconnaît en termes de plaidoirie que la souscription de *life settlements* par des particuliers ne peut se faire dans de bonnes conditions que grâce à l'intervention d'intermédiaires professionnels, tels qu'elle-même; qu'il n'est pas établi que la partie adverse aurait commis une erreur manifeste d'appréciation en estimant qu'il s'agit de produits particulièrement complexes, qui doivent faire l'objet d'un traitement spécifique par rapport à d'autres produits présentant des caractéristiques similaires;

que le caractère international des opérations en cause n'a pas été retenu en lui-même, mais bien comme facteur accroissant les risques de fraude et la difficulté d'y remédier; que la FSMA a raisonnablement pu faire référence à ce risque, d'autant plus que des cas sont réellement survenus;

que les autres critiques relatives aux motifs de l'acte attaqué, spécialement quant aux risques inhérents aux *life settlements* et quant aux fraudes, ne sont formulées que dans le mémoire en réplique, et sont dès lors tardives;

qu'il résulte de ces éléments que la première branche du moyen n'est pas fondée;

Considérant, quant à la seconde branche, qu'il n'est pas contesté que l'interdiction critiquée répond à un objectif légitime de protection du client de détail, la question soulevée portant sur la proportionnalité d'une mesure qui limite à ce point la liberté de commerce; qu'à cet égard, la notice explicative du règlement approuvé par l'acte attaqué comporte une justification générale de la proportionnalité de la mesure, spécialement au regard du droit européen; que la partie adverse n'était pas tenue de motiver de manière plus technique le choix qu'elle opérait, la commercialisation des produits visés auprès d'investisseurs professionnels restant toutefois autorisée;

que ce choix assure une protection effective et complète des clients de détail contre un risque qui est étayé par des exemples réels et des études financières, que la partie adverse cite dans ses écrits de procédure; que le même choix a été posé par au moins un autre État européen et que le projet de règlement n'a pas, sur ce point, fait l'objet de critiques précises de la part des instances consultées par la FSMA, plusieurs d'entre elles marquant au contraire leur approbation;

que la requérante n'établit pas que, contrairement à l'appréciation de la partie adverse, des mesures moins radicales que l'interdiction auraient permis de rencontrer aussi adéquatement l'objectif poursuivi, compte tenu des caractéristiques du produit financier visé, et qu'elles auraient dû lui être préférées; que la FSMA a estimé sans erreur manifeste d'appréciation qu'en raison de sa nature même, ce type de produit financier présentait des risques contre lesquels le client de détail ne serait pas suffisamment protégé par une extension des obligations d'information pesant sur l'émetteur, notamment en appliquant les exigences que la directive 2004/39/CE impose lors de la fourniture des services d'investissement; qu'incidemment, il y a lieu de relever que, saisie du projet de prospectus de la requérante en vue d'un appel public à l'épargne, la FSMA a refusé de l'approuver, et que la cour d'appel de Bruxelles a rejeté par son arrêt du 8 mai 2015 le recours formé contre cette décision, ce qui établit que dans ce cas d'espèce, les informations que la requérante proposait d'offrir au public ont à bon droit été jugées insuffisantes;

que la requérante n'établit pas davantage que les inconvénients liés à l'interdiction de commercialisation qu'elle critique seraient hors de toute proportion avec les avantages qu'elle présente; que les critiques développées au titre de la proportionnalité portent sur l'opportunité de la mesure d'interdiction, ce qui dépasse la compétence du Conseil d'État;

qu'il n'y a pas lieu de vérifier plus amplement le respect des dispositions du règlement n° 600/2014 du 15 mai 2014, qui ne s'appliquera qu'à partir du 3 janvier 2017; que l'article 42, § 7, de ce règlement charge la Commission d'adopter des actes délégués «précisant les critères et les facteurs que doivent prendre en compte les autorités compétentes pour déterminer quand il existe, au sens du paragraphe 2, point a), un important problème de protection des investisseurs ou une menace pour le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés financiers ou des marchés de matières premières, ou pour la stabilité du système financier de l'Union dans au moins un État membre» et énonce que les critères et facteurs que la Commission devra préciser lors de l'adoption de ces actes délégués sont notamment les quatre circonstances qu'il cite; que cette disposition ne s'imposait donc pas à la partie adverse;

Considérant qu'il ressort de ces éléments que le deuxième moyen n'est pas fondé;

Considérant que la requérante prend un troisième moyen de la violation des articles 30*bis* et 64 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, de l'erreur de droit et de l'excès de pouvoir; qu'elle soutient que les dispositions visées au moyen permettent à la FSMA

d'interdire la commercialisation de produits financiers complexes, mais non de produits financiers classiques, tels que des obligations avec coupon fixe;

qu'elle expose que le pouvoir réglementaire de la FSMA était initialement prévu par l'article 49, § 3, alinéa 2, inséré par la loi du 2 juillet 2010 modifiant la loi du 2 août 2002 précitée, disposition qui énonçait ce qui suit :

«Sur avis du conseil de surveillance et du Conseil de la Consommation, créé par l'arrêté royal du 20 février 1964 instituant un Conseil de la Consommation, le comité de direction arrête, sans préjudice des compétences dévolues au Ministre ayant l'Économie dans ses attributions, des règlements qui, tenant compte des intérêts des consommateurs de services financiers, peuvent prévoir une interdiction ou des conditions restrictives concernant la négociation de produits d'investissement de détail, ou favorisent la transparence de la tarification et des frais administratifs de tels produits. Ces règlements peuvent compléter les dispositions légales ou réglementaires concernées sur des points d'ordre technique»;

qu'elle cite l'exposé des motifs de la loi du 2 juillet 2010 et estime que l'article 49, § 3, alinéa 2, ne visait que la négociation – et non la commercialisation – de produits dont la complexité était telle qu'ils n'étaient pas destinés à l'investisseur de détail moyen, de sorte que seuls étaient visés des produits financiers particulièrement complexes, comme les produits structurés et pas, par exemple, les obligations; qu'à son estime, au regard de cette disposition, les *life settlements* et les instruments financiers classiques émis par les sociétés qui possèdent des *life settlements* à l'actif de leur bilan ne sont pas considérés comme des produits d'investissement complexes;

qu'elle explique que l'article 49, § 3, alinéa 2, a été déplacé par la loi du 30 juillet 2013 pour être intégré dans le nouvel article 30bis, et que cette dernière disposition ne vise plus la négociation de certains produits, mais leur commercialisation; qu'elle considère que la loi vise toujours les produits financiers ou catégories de produits financiers dont la complexité est telle qu'ils ne sont pas destinés à l'investisseur de détail moyen, et ne permet pas à la FSMA d'interdire des produits classiques, tels que des obligations avec coupon zéro émis par une société gérant des assurances-vie négociées; qu'elle précise que cette interdiction vise l'opération qu'elle veut mettre en œuvre et sur laquelle porte le contentieux dont la cour d'appel de Bruxelles a connu;

qu'elle soutient que rien ne justifie une telle interdiction dès lors que des sociétés telles qu'elle-même possèdent l'expérience nécessaire pour évaluer les assurances-vie négociées qu'elles acquièrent ou vendent, qu'interdire un tel produit classique est contraire à l'objet et à la *ratio legis* de l'article 30bis de la loi, et que permettre à la FSMA d'apprécier si une entité se finance «de manière substantielle» par le revenu généré par ce portefeuille revient à lui conférer une compétence que la loi ne lui a pas donnée;

qu'en réplique, elle cite les passages des travaux préparatoires de la loi du 2 août 2002 indiquant que le pouvoir réglementaire conféré à la FSMA «revêt une portée extrêmement technique qui est par ailleurs circonscrite», et estime qu'il ressort de travaux préparatoires des législations successives que les pouvoirs de la FSMA visent, d'une part, la négociation de produits complexes qui pourrait être subordonnée à des conditions restrictives et, d'autre part, les exigences de transparence; que, selon

elle, c'est en raison de la crise que la FSMA a reçu un pouvoir réglementaire, dans des domaines extrêmement techniques, mais que l'article 49, § 3, alinéa 2, avait une portée très restreinte et ne visait que les produits complexes et non les produits classiques; qu'elle reconnaît que l'article 30bis a une portée un peu plus large, mais observe que les travaux préparatoires de cette disposition se limitent à renvoyer à la définition du pouvoir réglementaire de la FSMA dans l'exposé des motifs de l'article 49, § 3, alinéa 2, précité; qu'elle relève l'observation de la section de législation, selon laquelle il aurait été «préférable de préciser que ces règlements ne peuvent compléter des dispositions légales ou réglementaires que sur des points d'ordre technique», observation qui n'a toutefois pas été suivie;

qu'elle répète que l'interdiction de commercialiser des produits classiques attachés à des *life settlements* constitue une violation de la loi du 2 août 2002, et que dans aucun autre cas, il n'est requis des investisseurs de détail qu'ils puissent évaluer la solvabilité des sociétés émettrices, dont elle a cité les exemples au deuxième moyen; qu'elle affirme que la loi ne permet pas d'interdire la commercialisation d'un produit qui n'est pas complexe ou inutilement complexe;

que dans son dernier mémoire, elle réitère son argumentation et indique qu'en interdisant la commercialisation de produits financiers dont le rendement dépend directement ou indirectement d'une ou de plusieurs assurances-vie négociées, l'acte attaqué néglige le fait que dans ce cas, l'émetteur du produit constitue un intermédiaire dont rien ne permet de penser qu'il ne dispose pas de l'expertise et des compétences nécessaires pour intervenir sur le marché des *life settlements*;

Considérant que l'article 30bis, alinéa 1^{er}, 1^o, précité, de la loi du 2 août 2002, autorise la FSMA à adopter des règlements qui «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»; que cette disposition ne limite pas les prérogatives ainsi conférées aux produits complexes; que la disposition en vigueur antérieurement, soit l'article 49, § 3, alinéa 2, cité par la requérante, ne comportait pas davantage de restriction en ce sens;

que l'exposé des motifs de l'article 49, § 3, alinéa 2, (*Doc. Parl. Ch.*, s.o. 2009-2010, n° 52-2408/001, pp. 12-13) indiquait :

«Cette disposition confère tout d'abord au comité de direction de la CBFA la faculté d'arrêter des règlements dans le domaine de la protection des consommateurs. S'agissant de la faculté pour la CBFA d'arrêter des règlements, l'on se reportera au commentaire figurant dans les travaux préparatoires de la loi du 2 août 2002 (*Doc. parl.*, Chambre, session 2001-2002, doc. conjoints n° 1842/001 et 1842/001, p. 93-94), qui est libellé comme suit :

"[...]".

Ce pouvoir réglementaire porte sur deux domaines spécifiques :

- la négociation de produits pour des investisseurs de détail. Les règlements susvisés pourraient subordonner la négociation de certains produits

à des conditions restrictives, en tout cas lorsque ces produits, en raison de leur complexité, ne sont pas destinés à l'investisseur de détail moyen;

- les exigences de transparence en ce qui concerne la structure des coûts et la tarification. L'objectif serait à cet égard d'arriver à établir des règles équivalentes pour l'ensemble des instruments et produits.

Lorsque le comité de direction envisage d'édicter des règlements dans les domaines précités, il doit préalablement recueillir l'avis du conseil de surveillance et du Conseil de la Consommation. L'on relèvera que le Conseil de la Consommation est l'instance généralement reconnue et naturelle qui, conformément à ses objectifs, est consultée sur toute initiative concernant le consommateur financier.

Les règlements en question doivent, en application de l'article 64 de la loi, être approuvés par le Roi. [...]»;

que l'exposé des motifs de l'article 23 de la loi du 30 juillet 2013 visant à renforcer la protection des utilisateurs de produits et services financiers ainsi que les compétences de l'Autorité des services et marchés financiers, et portant des dispositions diverses (I) indique notamment ce qui suit (*Doc. Parl. Ch.*, s.o. 2012/2013, n° 53-2872/001, pp. 29-30) :

«Ces modifications visent à déplacer l'actuel alinéa 2 de l'article 49, § 3, de la loi du 2 août 2002 en le faisant passer du chapitre III au chapitre II de la loi, et à en affiner le libellé pour assurer une cohérence légistique maximale. L'article en question habilite notamment le comité de direction de la FSMA à arrêter des règlements sur le plan de la protection des utilisateurs de produits et services financiers, en ce qui concerne deux domaines spécifiques (voir *Doc. Parl., Ch. Repr.*, sess. 2009-2010, n° 52 - 2408/001, p. 12-13).

Il est par ailleurs précisé, conformément à la jurisprudence du Conseil d'État, que ces règlements ne produisent eux aussi leurs effets qu'après leur approbation par le Roi et leur publication au *Moniteur belge* et que le Roi peut y apporter des modifications ou suppléer à la carence de la FSMA de les établir. Il n'a pas été donné suite à l'observation du Conseil d'État selon laquelle il serait préférable de préciser que ces règlements ne peuvent compléter des dispositions légales ou réglementaires que sur des points d'ordre technique. Une telle restriction explicite de l'habilitation légale accroîtrait en effet le risque de contestation des règlements, ce qui serait préjudiciable à la sécurité juridique. En outre, la faculté pour la FSMA d'adopter des règlements est de toute façon limitée en ce sens que ces règlements, comme indiqué ci-dessus, ne produisent leurs effets qu'après leur approbation par le Roi et leur publication au *Moniteur belge*.

Enfin, le libellé de l'habilitation légale est affiné à la lumière de l'expérience entre-temps acquise ainsi que dans le but d'accroître la cohérence de la terminologie au travers de la loi. Il y est, en outre, explicitement mentionné que les règlements portant sur la transparence des produits financiers peuvent, le cas échéant, prévoir l'apposition sur ces produits d'un label indiquant le degré de risque et/ou le caractère approprié desdits produits, d'une manière très standardisée et, partant, très comparable.»;

qu'aucun élément de ces déclarations ne permet de conclure que le législateur aurait voulu, bien que le texte de la loi ne le précise pas, limiter à des catégories déterminées de produits financiers la faculté d'interdiction de commercialisation; que le législateur a plutôt exprimé au contraire le souci de ne pas alimenter de

contestations quant à l'étendue des compétences qu'il conférerait à la FSMA et d'accroître celles-ci «à la lumière de l'expérience» pour protéger le client de détail;

Considérant qu'il résulte de ces éléments que les compétences réglementaires de la FSMA ne se limitent pas aux produits financiers complexes et peuvent s'étendre à d'autres produits, si des motifs légalement admissibles le justifient; que, dans le présent cas, la FSMA a pu estimer, sans excéder ses compétences, que l'interdiction de commercialiser des assurances-vie négociées auprès des clients de détail ne rencontrerait pas l'objectif poursuivi s'il restait possible que ces mêmes clients se voient proposer des produits financiers simples, tels des obligations, émises par un intermédiaire financier dont la solvabilité dépend de manière substantielle d'assurances-vie négociées; qu'en effet, en pareil cas, il n'est pas déraisonnable de penser que le risque et la complexité des assurances-vie négociées soient répercutés sur le client de détail puisque ce produit constitue la valeur sous-jacente à l'obligation «zéro coupon», apparemment simple, qui lui est proposée; que la manière dont la FSMA pourra vérifier si une entité se finance «de manière substantielle» par le revenu généré par des *life settlements* est étrangère à la légalité du règlement attaqué; que le troisième moyen n'est pas fondé;

Considérant que, dans son mémoire en réponse et son dernier mémoire, la partie adverse sollicite l'octroi d'une indemnité de procédure au montant de base de 700 euros; qu'il y a lieu de faire droit à sa demande,

D E C I D E :

Article 1^{er}.

La requête est rejetée.

Article 2.

Il est octroyé à la partie adverse une indemnité de procédure de 700 euros à la charge de la partie requérante.

Les autres dépens, liquidés à la somme de 200 euros, sont mis à la charge de la partie requérante.

Ainsi prononcé à Bruxelles, en audience publique de la XV^e chambre, le
quatre mars deux mille seize par :

M.	M. LEROY,	président de chambre,
M.	I. KOVALOVSKY,	conseiller d'Etat,
Mme	D. DÉOM,	conseiller d'Etat,
M.	R. GHODS,	greffier assumé.

Le Greffier assumé,

Le Président,

R. GHODS

M. LEROY