

Décision AMF du 1^{er} août 2019 restreignant, en France ou depuis la France, la commercialisation, la distribution ou la vente de contrats financiers avec paiement d'un différentiel à des investisseurs non professionnels

I. Contexte

1. Au cours des dernières années, l'Autorité européenne des marchés financiers (**ESMA**) et plusieurs autorités nationales compétentes (**ANC**) ont observé une forte augmentation de la commercialisation, de la distribution ou de la vente de contrats financiers avec paiement d'un différentiel (**CFD**) aux clients non professionnels¹ dans l'ensemble de l'Union. Les CFD sont par nature des produits risqués et complexes, souvent négociés à des fins de spéculation. L'ESMA et les ANC ont également observé que l'offre de ces produits aux clients non professionnels s'est de plus en plus souvent caractérisée par des techniques de commercialisation agressives ainsi que par un manque d'informations claires qui ne permettent pas aux clients non professionnels de comprendre les risques sous-jacents à ces produits. L'ESMA et les ANC ont exprimé leur préoccupation quant au nombre croissant de clients non professionnels négociant ces produits et perdant leur argent. Cette préoccupation est également étayée par de nombreuses plaintes reçues de la part de clients non professionnels dans l'ensemble de l'Union européenne ayant subi un préjudice important.
2. Ces problèmes importants de protection des investisseurs ont incité l'ESMA et l'AMF à prendre un certain nombre de mesures. L'ESMA a encouragé la convergence de la surveillance dans l'Union en ce qui concerne l'offre de CFD aux clients non professionnels au moyen de la publication d'un avis² ainsi que d'un certain nombre de questions-réponses³ conformément à l'article 29 du règlement (UE) no 1095/2010. Enfin, l'ESMA a publié des avertissements⁴ dans lesquels elle soulignait ses inquiétudes quant aux risques posés notamment par l'offre non contrôlée de CFD et d'options binaires aux clients non professionnels. Au plan national, l'AMF a mis en œuvre au cours des dernières années toute une série de mesures comme l'organisation de « visites mystères »⁵, la mise en place de dispositifs de veille systématique⁶, la publication de communiqués dédiés⁷, ainsi que de mises en garde sous forme de « listes noires » des acteurs non autorisés à proposer des CFD en France⁸. L'AMF surveille ainsi étroitement l'offre de ces produits spéculatifs aux clients non

¹ Définis comme les clients ne répondant pas aux conditions exposées à l'alinéa 2 de l'article 533-16 du Code monétaire et financier et précisées par l'article D. 533-11 du même code.

² Avis sur les pratiques MIFID à l'intention des entreprises vendant des produits financiers complexes (ESMA/2014/146).

³ Questions-réponses (Q-R) concernant la fourniture de CFD et d'autres produits spéculatifs aux clients de détail en vertu du régime MIFID [(ESMA-35-36-794).

⁴ Avertissement de l'ESMA et de l'ABE du 28 février 2013 à l'intention des investisseurs sur les contrats sur différence (CFD) (disponible à l'adresse: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-267.pdf>) ; Avertissement du 7 février 2014 à l'intention des investisseurs sur les «risques liés aux investissements dans les produits complexes» (disponible à l'adresse: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor_warning_-_complex_products_-_fr.pdf); avertissement de l'ESMA du 25 juillet 2016 à l'intention des investisseurs sur les «CFD, options binaires et autres produits spéculatifs» (disponible à l'adresse: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1166_warning_on_cfds_binary_options_and_other_speculative_products_0.pdf).

⁵ Portant sur 29 sites en 2014 et 15 sites en 2016.

⁶ L'AMF surveille de manière continue les publicités sur les placements. Les médias faisant l'objet d'une veille sont la presse, l'affichage, internet, les applications des téléphones mobiles et les réseaux sociaux.

⁷ Voir le communiqué publié le 28 juillet 2017 (Forex, options binaires : un marché à fuir).

⁸ Voir le communiqué de l'AMF du 3 mai 2018 (Forex, options binaires : l'AMF a obtenu la fermeture de 138 adresses internet de sites en 3 ans) et la liste noire des sites non autorisés à proposer des produits Forex, dernièrement mise à jour le 23 avril 2019.

professionnels, qui ont donné lieu à de nombreuses réclamations⁹. Leur nombre a diminué à la suite des modifications législatives¹⁰ et réglementaires¹¹ intervenues en France afin d'interdire les publicités liées à de telles offres. Bien que ces mesures aient exercé des effets positifs, l'ESMA a considéré qu'un problème important de protection des investisseurs subsistait.

3. Le 18 janvier 2018, l'ESMA a donc lancé un appel à contributions sur ses éventuelles mesures d'intervention sur les produits relatives à la commercialisation, à la distribution ou à la vente de CFD et d'options binaires aux clients non professionnels (ci-après l'« *appel à contributions* »)¹². L'appel à contributions a mis en évidence une préoccupation générale des fournisseurs de produits quant à la perte de revenus que les mesures proposées pourraient entraîner et aux coûts liés à leur mise en œuvre. Un nombre important de répondants particuliers ont également fait part de préoccupations essentiellement liées au niveau trop bas des limites des effets de levier proposées.
4. L'ESMA a pris en considération ces préoccupations. Cependant, après les avoir mis en balance avec l'importante préoccupation concernant la protection des investisseurs, elle-même confirmée par les réponses reçues de représentants des consommateurs et de particuliers favorables aux mesures proposées et demandant des mesures plus strictes, l'ESMA a considéré qu'il était nécessaire d'imposer une restriction temporaire de la commercialisation, de la distribution ou de la vente de CFD aux clients non professionnels, conformément à l'article 40 du règlement (UE) no 600/2014 (**Règlement MiFIR**). Elle a donc adopté une décision en ce sens le 22 mai 2018, applicable pour trois mois à compter du 1^{er} août 2018¹³.
5. Une mesure imposée par l'ESMA en vertu de l'article 40 du Règlement MiFIR doit être réexaminée à intervalles adaptés et au moins tous les trois mois. A l'issue de trois réexamens successifs, l'ESMA a considéré que si sa décision de restriction temporaire n'était pas renouvelée, il était probable que des CFD soient à nouveau proposés sans que des mesures adéquates ne soient prises pour suffisamment protéger les clients non professionnels contre les risques liés à ces produits tels qu'identifiés dans sa décision (UE) 2018/796. L'ESMA a par conséquent considéré qu'il était nécessaire de renouveler la restriction temporaire de la commercialisation, de la distribution ou de la vente de CFD aux clients non professionnels dans l'Union. L'ESMA a renouvelé sa mesure d'intervention le 23 octobre 2018 (décision applicable à compter du 1^{er} novembre 2018), le 23 janvier 2019 (décision applicable à compter du 1^{er} février 2019) et le 17 avril 2019 (décision applicable à compter du 1^{er} mai 2019)¹⁴. Si cette dernière mesure d'intervention n'est pas renouvelée par l'ESMA, elle expirera le 31 juillet 2019. Dans le cadre du renouvellement de ses mesures, l'ESMA a par ailleurs précisé, après avoir constaté une augmentation du nombre de clients considérés comme des clients professionnels sur demande depuis l'entrée en vigueur de ses mesures, que les clients non professionnels peuvent demander à être traités comme des clients professionnels, sous réserve qu'ils présentent notamment une demande écrite, conformément à l'ensemble des exigences prévues par la législation applicable. Les fournisseurs doivent veiller à satisfaire à ces exigences à tout moment. Constatant par ailleurs que des entreprises de pays tiers approchent activement des clients de l'Union ou que certains fournisseurs de CFD dans l'Union

⁹ Les chiffres des réclamations reçues par l'AMF en lien avec la fourniture de CFD ou produits Forex sont les suivants : 355 réclamations en 2014, 477 réclamations en 2015, 383 réclamations en 2016, 237 réclamations en 2017 et 185 réclamations en 2018 (plus de deux tiers de ces réclamations concernant des acteurs non agréés).

¹⁰ Article 72 de loi n°2016-1691 du 9 décembre 2016 créant un nouvel article L. 533-12-7 du code monétaire et financier.

¹¹ Article 314-7 du règlement général de l'AMF.

¹² Appel à contributions sur des éventuelles mesures d'intervention sur les produits relatives à la commercialisation, la distribution ou la vente de contrats sur différence et d'options binaires aux clients de détail (ESMA35-43-904).

¹³ ESMA, Décision (UE) 2018/796 du 22 mai 2018 de restriction temporaire des contrats sur différence dans l'Union.

¹⁴ ESMA, Décision (UE) 2018/1636 du 23 octobre 2018 renouvelant et modifiant la restriction temporaire visée dans la décision (UE) 2018/796 ; décision (UE) 2019/155 du 23 janvier 2019 et décision (UE) 2019/679 du 17 avril 2019.

font la promotion, auprès des clients non professionnels, de la possibilité de transférer leurs comptes vers des entités intragroupe établies dans des pays tiers, l'ESMA a rappelé que sans autorisation ou enregistrement au sein de l'Union, ces entreprises établies dans des pays tiers ne sont autorisées à offrir des services aux clients établis ou situés dans l'Union qu'à l'initiative exclusive du client. Enfin, l'ESMA est consciente du fait que les entreprises commencent à fournir d'autres produits d'investissement spéculatifs. Compte tenu de ces éléments, l'AMF continuera à surveiller l'offre des produits visés par la présente décision afin de s'assurer du respect par les fournisseurs de ces obligations.

6. Les pouvoirs d'intervention conférés à l'ESMA par le Règlement MiFIR étant par nature temporaires, l'ESMA a régulièrement appelé les ANC des Etats Membres, qui disposent en vertu des dispositions du Règlement MiFIR de pouvoirs d'intervention plus pérennes, à adopter des mesures nationales au moins aussi strictes que celles précédemment adoptées par l'ESMA. Certaines ANC ont d'ores et déjà notifié à l'ESMA des projets de mesure nationale d'intervention visant à restreindre la commercialisation, de la distribution ou de la vente de CFD aux clients non professionnels, conformément à l'article 42 du Règlement MiFIR¹⁵.
7. Les risques en matière de protection des investisseurs identifiés par l'ESMA et l'AMF en lien avec la distribution en France de CFD à des clients non professionnels sont en particulier susceptibles de se matérialiser à nouveau si les mesures adoptées par l'ESMA, qui n'ont qu'un caractère temporaire, ne sont pas renouvelées ou reprises et pérennisées par les ANC des différents Etats Membres de l'Union Européenne. Afin de limiter ces risques, il est donc nécessaire que l'AMF adopte une décision de restriction de la commercialisation, de la distribution et de la vente, en France ou depuis la France, de CFD à des clients non professionnels, conformément aux dispositions de l'article 42 du Règlement MiFIR, telles que complétées par les dispositions de l'article 21 du règlement (UE) 2017/567 du Conseil du 18 mai 2016 « *complétant le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les définitions, la transparence, la compression de portefeuille et les mesures de surveillance relatives à l'intervention sur les produits et aux positions* » (le **Règlement Délégué MiFIR**). Le Règlement MiFIR confère expressément aux ANC, dont l'AMF, un pouvoir d'intervention directe les habilitant à interdire ou à restreindre la commercialisation, la distribution ou la vente de tout instrument financier, ou d'instruments financiers présentant certaines caractéristiques déterminées ou certaines pratiques ou activités financières, qui posent d'importants problème de protection des investisseurs, ou constituent une menace pour le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés financiers, ou pour la stabilité de tout ou partie du système financier.
8. L'adoption par l'AMF d'une décision de restriction ou d'interdiction fondée sur le Règlement MiFIR est subordonnée à la satisfaction des conditions énoncées à l'article 42 du Règlement MiFIR, telles que précisées par le Règlement Délégué MiFIR et détaillées ci-après.

II. L'existence d'un important problème de protection lié à la commercialisation de CFD à des clients non professionnels (Article 42(2)(a) du Règlement MiFIR)

9. La présente décision porte sur les CFD qui sont des instruments dérivés (au sens de l'article 2, paragraphe 1, 29 du Règlement MiFIR), dont le but est de donner au détenteur une exposition longue ou courte aux fluctuations du prix, du niveau ou de la valeur d'un sous-jacent, qu'il soit ou non négocié sur une plateforme de négociation, et qui doit être réglé en espèces ou peut être réglé en espèces à la demande d'une des parties pour des raisons autres qu'une défaillance ou un autre incident provoquant la résiliation. Ces CFD comprennent notamment des opérations de

¹⁵ L'ESMA a ainsi publié le 2 avril 2019 un avis sur le projet de mesure de restriction de la commercialisation, de la distribution ou de la vente de CFD aux clients non professionnels notifié par l'*Authority for the Financial Markets (AFM)* des Pays-Bas.

change au comptant reportables à échéance indéterminée (*rolling spot forex*) et des opérations spéculatives sur écart financier. La présente décision ne porte pas sur les options, les contrats à terme, les contrats d'échange et les contrats de garantie de taux.

10. L'ESMA a confirmé que seuls les CFD relèvent du champ d'application de sa décision (UE) 2018/796, les warrants et certificats turbo n'étant pas concernés. L'ESMA a reconnu qu'il existe des similitudes entre les CFD et les warrants et certificats turbo, mais a précisé que ces produits diffèrent également à de nombreux égards¹⁶. L'AMF partageant sur ce point l'analyse de l'ESMA, la présente décision ne concerne pas les warrants et certificats turbo. Les dérivés structurés sous forme de titres financiers (*securitised derivatives*) pouvant être assimilés à des CFD ne sont pas explicitement exclus de la définition des CFD. Bien que l'ESMA ait indiqué ne pas avoir connaissance de l'existence de tels produits, elle a considéré que l'enveloppe d'un titre et le caractère négociable sur une plateforme de négociation ne modifient pas les caractéristiques essentielles d'un CFD et que si de tels produits devaient être mis sur le marché, ils relèveraient du champ d'application de sa décision. L'AMF partage également cette analyse ; si des CFD structurés sous la forme de titres financiers (*securitised derivatives*) venaient à être mis sur le marché, ils relèveraient du champ d'application de la présente décision.
11. Les CFD offrant une exposition avec effet de levier à l'évolution du prix, du niveau ou de la valeur des classes d'actifs sous-jacents constituent des produits d'investissement spéculatifs à court terme proposés à une clientèle de niche dans certaines juridictions depuis plusieurs années. Comme un certain nombre d'ANC, l'ESMA a également observé un accroissement des effets de levier offerts par ces produits aux clients non professionnels et une augmentation des pertes subies par les clients après avoir investi dans ces produits. Ces préoccupations sont amplifiées par des techniques de commercialisation souvent agressives et des pratiques inappropriées des fournisseurs qui commercialisent, distribuent ou vendent des CFD (telles que l'offre de paiements et d'avantages monétaires ou non), ou par des informations inappropriées sur les risques.
12. Ces préoccupations se sont concrétisées dans plusieurs juridictions (une majorité de clients non professionnels perdant généralement de l'argent), comme l'ont fait observer un certain nombre d'ANC. Afin de répondre à ces préoccupations, certaines ANC ont pris des mesures dans ce domaine¹⁷.
13. L'une des conditions énoncées à l'article 42(2)(a) du Règlement MiFIR tient à l'existence d'une forte inquiétude en matière de protection des investisseurs. Conformément aux dispositions de l'article 21, paragraphe 2, du Règlement Délégué MiFIR, l'AMF a évalué la pertinence d'un ensemble de facteurs et de critères et notamment ceux mentionnés aux points a), b), c), d), e), f), j) et v) de cette disposition. Après avoir pris ces facteurs et critères pertinents en considération, l'AMF conclut à l'existence d'un important problème de protection des investisseurs, pour les raisons exposées ci-après.

II.1. Le degré de complexité et l'absence de transparence des CFD (Articles 21(2)(a) et (d) du Règlement Délégué MiFIR)

14. Les CFD sont des produits complexes¹⁸, qui ne sont généralement pas négociés sur une plateforme de négociation. La détermination du prix, les conditions de négociation et le règlement de ces

¹⁶ ESMA, Décision (UE) 2018/796 du 22 mai 2018, considérant 10 ; *questions and answers on ESMA's temporary product intervention measures on the marketing, distribution or sale of CFDs and binary options to retail clients* (ESMA35-36-1262, dernière mise à jour : 09 November 2018), point 5-10.

¹⁷ ESMA, Décision (UE) 2018/796, considérants 73 et 75.

¹⁸ Les CFD ne répondent pas aux critères permettant de les considérer comme des instruments financiers non complexes conformément à l'interprétation combinée de l'article 25, paragraphe 4, de la directive 2014/65/UE et de l'article 57 du

produits n'est pas standardisé, compromettant la capacité des clients non professionnels de comprendre les conditions du produit. En outre, les fournisseurs de CFD imposent souvent aux clients de reconnaître que les prix de référence utilisés pour déterminer la valeur d'un CFD peuvent être différents du prix disponible sur le marché sous-jacent correspondant, ce qui fait qu'il est difficile pour les clients non professionnels d'évaluer et de vérifier la précision des prix reçus de la part du fournisseur.

15. Les coûts et frais applicables à la négociation des CFD sont complexes et manquent de transparence pour les clients non professionnels. En particulier, les clients non professionnels considèrent généralement qu'il est difficile de comprendre et d'évaluer le rendement escompté d'un CFD, compte tenu par ailleurs de la complexité résultant de l'incidence des frais de transaction sur ce rendement. Les frais de transaction des CFD s'appliquent normalement à la valeur notionnelle totale de la transaction ; les investisseurs supportent par conséquent des frais de transaction plus élevés à mesure que leurs fonds sont investis à des niveaux de levier supérieurs. Les frais de transaction sont généralement déduits de la marge initiale déposée par un client, et un effet de levier important peut déboucher sur une situation dans laquelle le client, au moment de l'ouverture d'un CFD, constate une perte considérable sur son compte de négociation, causée par l'application de frais de transaction élevés. Étant donné que les frais de transaction à un niveau de levier plus élevé réduiront davantage la marge initiale du client, les clients seront contraints de gagner davantage d'argent sur la transaction elle-même pour réaliser un bénéfice. Cette situation limite les possibilités du client de réaliser un bénéfice net des frais de transaction et les expose à un risque de perte plus élevé.
16. Outre les frais de transaction, des marges et d'autres coûts et frais de financement divers peuvent s'appliquer, parmi lesquels des commissions (une commission générale ou une commission sur chaque transaction, ou à l'ouverture et à la clôture d'un compte de CFD) et/ou des frais de gestion de compte. Des frais de financement sont par ailleurs généralement appliqués pour maintenir un CFD ouvert, tels que des frais quotidiens ou au jour le jour, auxquels une majoration peut également être appliquée. Le nombre et la complexité des différents coûts et frais et leur incidence sur le rendement du produit pour le client contribuent à une transparence des CFD insuffisante pour permettre au client non professionnel de prendre une décision d'investissement en connaissance de cause.
17. Une autre complexité découle de l'utilisation d'ordres d'interruption des pertes (ordres « stop loss »). Cette caractéristique du produit pourrait donner aux clients non professionnels l'impression trompeuse qu'un ordre d'interruption des pertes garantit l'exécution au prix qu'ils ont fixé (le niveau de l'ordre d'interruption des pertes) et les protège d'éventuelles pertes par rapport au montant investi. Cependant, les ordres d'interruption des pertes ne garantissent pas de niveau de protection mais le déclenchement d'un « ordre au mieux » lorsque le prix du CFD atteint le prix fixé par le client. En conséquence, compte tenu de la volatilité des CFD, le prix d'exécution peut être différent du prix auquel l'ordre d'interruption des pertes a été fixé. Bien que les ordres d'interruption des pertes ne soient pas propres aux CFD, l'effet de levier augmente l'exposition d'un investisseur aux évolutions du prix du sous-jacent, entraînant un risque accru de pertes soudaines, ce qui signifie que les mécanismes de contrôle de la négociation tels que les ordres d'interruption des pertes sont insuffisants pour gérer les problèmes de protection des investisseurs.

18. Une autre complexité importante associée aux CFD peut être liée au marché sous-jacent correspondant. Par exemple, avec la négociation en devises, les clients spéculent sur une devise contre une autre. Si aucune de ces devises n'est celle utilisée par le client pour ouvrir une position sur CFD, tout bénéfice retiré par le client dépendra des mesures prises par celui-ci pour évaluer l'évolution de ces trois devises. Cela veut dire qu'un niveau élevé de connaissance de toutes les devises concernées est nécessaire pour maîtriser les complexités de cette négociation en devises. Les clients non professionnels ne disposent généralement pas de ces connaissances.
19. Les CFD avec des cryptomonnaies comme sous-jacent soulèvent des préoccupations distinctes et importantes. Les cryptomonnaies constituent une classe d'actifs relativement immature qui présente des risques majeurs pour les investisseurs. L'ESMA et d'autres instances de régulation ont averti à plusieurs reprises des risques associés à l'investissement dans les cryptomonnaies¹⁹. Les CFD sur cryptomonnaies génèrent également plusieurs des préoccupations évoquées ci-dessus. Cela s'explique par le fait que les clients non professionnels ne comprennent généralement pas les risques inhérents à la spéculation sur une classe d'actifs extrêmement volatile et relativement immature, qui sont aggravés par les mécanismes de prélèvement des frais de transaction sur la marge initiale tels que décrit plus haut, car ceux-ci imposent aux clients de réagir à très brève échéance.
20. Le niveau élevé de complexité, le faible degré de transparence, la nature des risques et les types de sous-jacent confirment l'existence d'une crainte importante relative à la protection des investisseurs.

II.2. Les caractéristiques ou composantes particulières des CFD (Article 21(2)(e) du Règlement Délégué MiFIR)

21. La caractéristique principale des CFD est leur capacité d'intégrer un effet de levier. Si l'effet de levier peut augmenter les bénéfices éventuels des clients, il peut aussi accroître les pertes éventuelles. Les ANC ont constaté que les niveaux de levier appliqués aux CFD dans l'ensemble de l'Union vont de 3:1 à 500:1²⁰. En ce qui concerne les clients non professionnels, du fait de l'application d'un effet de levier, la probabilité de pertes accrues est plus importante que la probabilité de gains accrus pour les raisons exposées ci-dessous.
22. L'effet de levier influe sur le rendement d'un investissement en augmentant l'impact des frais de transaction supportés par les clients non professionnels.
23. La négociation de produits à effet de levier présente un autre risque, lié à l'interaction d'un effet de levier important et de la pratique de clôture automatique des positions ouvertes. Selon les conditions contractuelles appliquées le plus souvent, les fournisseurs de CFD peuvent à leur discrétion clore le compte d'un client lorsque les avoirs nets du client atteignent un pourcentage spécifié de la marge initiale que le client est tenu de payer pour ouvrir une ou plusieurs positions sur CFD.
24. L'interaction entre l'effet de levier important et la clôture automatique des positions ouvertes augmente la probabilité de clôture automatique de la position du client par le fournisseur de CFD à

¹⁹ Voir par exemple l'avertissement conjoint de l'ESMA, de l'Autorité bancaire européenne (EBA) et de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA) sur les monnaies virtuelles (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-1284_joint_esas_warning_on_virtual_currencies.pdf), l'avertissement de l'ABE de 2013 (<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/598344/EBA+Warning+on+Virtual+Currencies.pdf>) et la page internet de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) pour un vue d'ensemble des avertissements des instances de régulation à l'égard des monnaies virtuelles et les « initial coin offerings » (<http://www.iosco.org/publications/?subsection=ico-statements>).

²⁰ Par exemple, l'AMF a observé des effets de levier pouvant atteindre 400:1 pour les paires de devises les plus liquides.

brève échéance, à moins que le client ne constitue une marge supplémentaire dans l'espoir d'inverser une position de perte. Un effet de levier important renforce la probabilité qu'un client dispose d'une marge insuffisante pour soutenir ses positions ouvertes sur CFD en augmentant la sensibilité des positions du client à de faibles fluctuations du prix du sous-jacent au détriment du client.

25. Dans la pratique du marché, la clôture des positions ouvertes semble avoir été introduite par les fournisseurs de CFD essentiellement pour pouvoir mieux gérer les expositions du client et le risque de crédit du fournisseur en clôturant la position du client avant que celui-ci ne dispose plus de fonds suffisants pour couvrir l'exposition effective. La clôture automatique des positions ouvertes offre également aux clients un certain degré de protection car elle réduit, sans l'éliminer, le risque qu'ils ne perdent toute leur marge initiale ou davantage.
26. Le niveau auquel s'applique la clôture automatique des positions ouvertes varie selon les fournisseurs de CFD²¹. Les fournisseurs de CFD dont les clients négocient généralement des tailles d'ordre de valeur inférieure, qui agissent comme contreparties directes aux transactions des clients, ont préalablement fixé la règle de clôture des positions ouvertes entre 0 et 30 % de la marge initiale requise. En réduisant le montant des fonds du client à un niveau proche de 0, le fournisseur place le client dans une situation de risque accru de perdre davantage d'argent qu'il n'en a investi. Certaines ANC ont ainsi constaté que l'application d'une clôture des positions ouvertes par compte constitue une pratique de marché courante²². C'est-à-dire que des exigences de marge minimales sont appliquées sur la base de la marge combinée requise pour toutes les positions ouvertes d'un client liées au compte CFD, y compris à travers différentes classes d'actifs. Cela permet aux positions rentables de compenser les positions de perte pour la totalité du compte client.
27. L'effet de levier présente le risque que les clients perdent davantage d'argent qu'ils n'en ont investi. Il s'agit là d'un risque important que les clients ne comprennent peut-être pas, en dépit des avertissements écrits. La marge fournie par un client l'est à titre de garantie afin de soutenir sa position. Si le prix du sous-jacent, par exemple, évolue par rapport à la position du client et dépasse la marge initiale fournie, le client peut être responsable des pertes supérieures aux fonds placés sur son compte de négociation, même après la clôture de toutes ses positions ouvertes sur CFD. L'AMF, de même que d'autres ANC, a ainsi signalé à l'ESMA qu'un certain nombre de clients non professionnels ont perdu des montants considérables lors du décrochage du franc suisse en janvier 2015. De nombreux clients non professionnels ignoraient qu'ils pouvaient perdre davantage d'argent qu'ils n'en avaient investi.
28. Les transactions à des niveaux de levier importants augmentent également l'incidence d'écarts (« *gapping* ») lors des périodes de volatilité importante des marchés (par exemple le krach éclair de la livre sterling et le décrochage du franc suisse). Les écarts interviennent lorsque se produit une évolution soudaine du prix du sous-jacent. Les écarts ne sont pas propres aux CFD, mais les risques liés à de tels événements sont aggravés par le fort effet de levier. En cas d'écarts, le client en position perdante peut ne pas être en mesure de clore une position ouverte sur CFD à son prix préférentiel, ce qui peut provoquer des pertes importantes pour le client lors de transactions à fort effet de levier. Dans le cas du choc du franc suisse en 2015 par exemple, cette situation a fait perdre aux clients non professionnels des montants considérablement plus importants que ceux investis au départ.

²¹ En France, les clôtures automatiques fixées par les fournisseurs interviennent généralement à un niveau compris entre 120 et 150 % de la marge initiale.

²² ESMA, décision (UE) 2018/796, considérant 26.

29. Les niveaux de levier souvent élevés offerts aux clients non professionnels, la volatilité de certains actifs sous-jacents, ainsi que l'application de frais de transaction qui se répercutent sur le rendement de l'investissement, peuvent modifier rapidement la position d'investissement d'un client. Cette situation impose au client d'agir rapidement pour gérer l'exposition au risque en fournissant une marge supplémentaire afin d'éviter la clôture automatique de la position. Dans ce cas, le fort effet de levier peut entraîner des pertes importantes pour les clients non professionnels à très brève échéance et aggrave le risque que ceux-ci perdent des montants supérieurs aux fonds investis dans la négociation des CFD.
30. Les facteurs ci-dessus confirment l'existence d'une crainte importante relative à protection des investisseurs.

II.3. La portée des conséquences dommageables et le degré de disparité entre les rendements pour les investisseurs et le risque de pertes (Articles 21(2)(b) et (f) du Règlement Délégué MiFIR)

31. Les informations fournies par les ANC à l'ESMA indiquent que le nombre de clients non professionnels investissant dans les CFD ainsi que le nombre de fournisseurs offrant ces produits dans l'ensemble de l'Union a augmenté au cours des dernières années²³.
32. Le nombre de clients actifs pour ces produits est fluctuant en raison de la durée de vie relativement courte des comptes clients des CFD et de la nature transfrontalière des activités. Sur la base des données recueillies par l'ESMA auprès d'un certain nombre d'ANC, l'ESMA estime que le nombre de clients de fournisseurs de CFD et d'options binaires dans l'EEE est passé de 1,5 million en 2015 à environ 2,2 millions en 2017.
33. Les données relatives aux plaintes des clients indiquent également une préoccupation constante des consommateurs dans ce domaine. En particulier, l'AMF a reçu un nombre significatif de réclamations en lien avec ces produits, même après la mise en œuvre de mesures visant à limiter la publicité pour ces produits auprès des investisseurs non professionnels²⁴.
34. L'AMF a par ailleurs établi que plus de 89 % des investisseurs non professionnels investissant dans des CFD ont globalement perdu de l'argent au cours d'une période de quatre ans, de 2009 à 2013, et que la perte moyenne par client non professionnel s'élevait à 10 887 EUR²⁵. En outre, les données recueillies par le Médiateur de l'AMF ont révélé que (i) la perte moyenne annuelle par plaignant s'agissant de CFD s'élevait à 15 207 EUR en 2016 et (ii) que, en 2016 et en 2017 en particulier, les pratiques des fournisseurs réglementés sont devenues encore plus agressives et ont de plus en plus ciblé des investisseurs susceptibles de réaliser des investissements importants. Plusieurs plaintes ont concerné des incidents de harcèlement et de manipulation ont été déposées par des personnes disposant d'économies considérables. Les chiffres relatifs aux médiations en 2016 auprès du Médiateur en France étayaient ces informations, le montant moyen recouvré s'élevait à 11 938 EUR et la moitié des cas portant sur un montant supérieur à 5 000 EUR. Les pertes subies par certains investisseurs ont dépassé 90 000 EUR, et les pertes cumulées dans les affaires traitées sur le fond, c'est-à-dire impliquant des entreprises agréées, ont dépassé 1 million d'EUR. L'AMF a également constaté que les investisseurs non professionnels qui négocient le plus (par nombre de transactions, taille moyenne de la transaction ou montant cumulé) perdent le plus. Il en va de même pour ceux qui se maintiennent dans la durée, ce qui révèle l'absence de courbe d'apprentissage.

²³ ESMA, décision (UE) 2018/796, considérant 31.

²⁴ Comme indiqué *supra*, les chiffres des réclamations reçues par l'AMF en lien avec la fourniture de CFD ou de Forex sont les suivants : 355 réclamations en 2014, 477 réclamations en 2015, 383 réclamations en 2016, 237 réclamations en 2017 et 185 réclamations en 2018.

²⁵ AMF, *Etude des résultats des investisseurs particuliers sur le trading de CFD et de Forex en France*, 13 octobre 2014.

35. Des études spécifiques réalisées par d'autres ANC sur les résultats obtenus par les clients non professionnels ayant investi dans les CFD montrent également qu'une majorité d'entre eux dans ces États membres perdent de l'argent dans ces transactions²⁶.
36. Il est à noter que le fait que les clients non professionnels investissant dans des CFD perdent systématiquement de l'argent au fil du temps et dans l'ensemble des pays est récurrent en dépit des rendements positifs enregistrés par les clients non professionnels dans d'autres produits financiers au cours des années en question. Le pourcentage de clients non professionnels ayant perdu de l'argent dans l'étude de l'AMF visée au considérant 34 est resté stable de façon notable chaque année entre 2009 et 2013, en dépit des rendements annuels variables sur le marché des actions ou dans les indices de matières premières sur la même période, par exemple. La persistance de la structure des pertes des clients non professionnels dans les CFD indique une caractéristique structurelle du profil de rendement, contrairement aux rendements historiques positifs des investissements (à long terme) dans d'autres produits financiers, tels que les fonds d'investissement en actions.
37. Ces diverses études illustrent la gravité du problème de protection des investisseurs soulevé par l'offre de ces CFD aux clients non professionnels.

II.4 La typologie des clients concernés (Article 21(2)(c) du Règlement Délégué MiFIR)

38. Les CFD sont commercialisés, distribués ou vendus aux clients tant non professionnels que professionnels. Toutefois, les clients non professionnels ne possèdent normalement pas l'expérience, la connaissance et l'expertise nécessaires pour prendre des décisions d'investissement qui évaluent correctement les risques qu'ils encourent avec les CFD complexes qui sont l'objet de la présente décision de restriction.
39. En effet, une étude réalisée dans un État membre indique que les niveaux de levier maximaux les plus élevés sont souvent offerts aux clients non professionnels, tandis que les clients professionnels et contreparties éligibles se voient proposer des niveaux de levier maximaux plus faibles²⁷. Étant donné les indications de pertes observées par l'ESMA chez les clients non professionnels et décrites dans la présente décision, il existe manifestement un problème important de protection des investisseurs en ce qui concerne la commercialisation, la distribution ou la vente de CFD à cette catégorie de clients.

II.5. Les pratiques de vente associées à la distribution des CFD (Article 21(2)(j) du Règlement Délégué MiFIR)

40. Bien que les CFD soient des produits complexes, ils sont le plus souvent offerts aux clients non professionnels via des plateformes de négociation électroniques, sans fourniture d'un service de conseil d'investissement ou de gestion de portefeuille pour compte de tiers. Une évaluation du caractère approprié est requise dans ces cas conformément à l'article 25, paragraphe 3, de la directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (**Directive MIF2**). Toutefois, cette évaluation n'empêche pas les fournisseurs de CFD, leurs clients ou leurs clients potentiels de réaliser une transaction, soumise à un simple avertissement au client. Cette situation peut se produire lorsque le client n'a pas fourni d'informations ou a fourni des informations insuffisantes quant à sa connaissance et à son expérience dans le domaine de l'investissement pertinent pour ce type spécifique de produit ainsi que lorsque le fournisseur a conclu que le produit n'est pas approprié pour le client. Cela permet aux clients non professionnels

²⁶ ESMA, décision (UE) 2018/796, considérant 35.

²⁷ ESMA, décision (UE) 2018/796, considérant 40.

d'avoir accès à des produits, tels que les CFD, qui, en raison de leurs caractéristiques, ne devraient pas leur être distribués.

41. La *Financial Conduct Authority (FCA)* a observé des omissions répétées de la part des fournisseurs de CFD en ce qui concerne l'évaluation du caractère approprié, y compris des faiblesses dans l'évaluation elle-même, des avertissements sur les risques inadaptés à des clients non professionnels qui n'avaient pas réussi les évaluations du caractère approprié et le défaut de mise en place d'une procédure visant à déterminer si les clients qui ne réussissent pas l'évaluation du caractère approprié, mais qui souhaitent néanmoins négocier des CFD, devraient être autorisés à réaliser des transactions sur CFD. En réexaminant cette question à la fin 2016, la FCA a constaté qu'un nombre considérable d'entreprises avaient omis de remédier à ces omissions à la suite des réactions qui leur avaient été transmises précédemment²⁸.
42. En outre, certaines ANC ont exprimé des préoccupations quant au respect par les fournisseurs de CFD de leurs obligations de donner aux clients des informations correctes, claires et non trompeuses, ou d'agir au mieux des intérêts des clients. Les ANC ont également fait part de préoccupations concernant l'exécution inadéquate des tests du caractère approprié en pratique et les avertissements inadéquats aux clients en cas d'échec au test du caractère approprié. Des exemples de ces mauvaises pratiques, qui ont donné lieu aux questions-réponses de l'ESMA concernant la fourniture de CFD et d'autres produits spéculatifs aux clients non professionnels en vertu du régime MiFID, sont présentés dans celles-ci²⁹.
43. Des pratiques de commercialisation agressives ainsi que des communications commerciales trompeuses dans ce secteur du marché ont également été observées³⁰. Ces pratiques comprennent par exemple l'utilisation d'accords de parrainage ou d'affiliations avec d'importantes équipes sportives, qui donnent l'impression trompeuse que des produits complexes et spéculatifs tels que les CFD sont adaptés au marché de détail via la promotion de marques générales. Elles comprennent par ailleurs l'utilisation de déclarations trompeuses telles que « la spéculation n'a jamais été aussi facile », « Commencez votre carrière de trader maintenant », « Gagnez 13 000 livres en 24 heures ! Lancez-vous ».
44. Dans le cadre de l'élaboration des questions-réponses de l'ESMA, certaines ANC ont indiqué à l'ESMA que les fournisseurs de CFD ne fournissent souvent pas d'informations adéquates sur les risques de ces produits. En particulier, certaines ANC ont constaté que les fournisseurs de CFD n'expliquaient pas de manière adéquate le potentiel de pertes rapides qui pouvaient être supérieures aux montants des fonds investis³¹.
45. Dans ce contexte, certaines ANC ont également fait part de préoccupations quant au renouvellement constant des modèles d'affaires de certains fournisseurs de CFD. La durée de vie moyenne relativement courte d'un compte client peut exercer une certaine pression sur les fournisseurs pour maintenir un flux régulier de nouveaux clients, ce qui pourrait inciter les fournisseurs à adopter des techniques de commercialisation et de vente agressives qui ne servent pas les intérêts des clients non professionnels.
46. Une caractéristique commune des techniques de commercialisation et de vente adoptées par le secteur des CFD réside dans l'offre d'avantages commerciaux (monétaires et non monétaires), tels

²⁸ ESMA, décision (UE) 2018/796, considérant 42.

²⁹ ESMA, Questions-réponses relatives à la fourniture de CFD et d'autres produits spéculatifs aux investisseurs de détail en vertu du cadre MiFID (ESMA-35-36-794), mises à jour le 31 mars 2017.

³⁰ Voir l'étude publiée en mai 2017 par l'AMF en collaboration avec le laboratoire de psychologie sociale de l'université d'Aix-Marseille (Regards croisés : les techniques de commercialisation du trading spéculatif sur le forex et les options binaires).

³¹ ESMA, décision (UE) 2018/796, considérant 45.

que des primes, afin d'attirer les clients non professionnels et de les encourager à investir dans des CFD, l'offre de cadeaux (par exemple des vacances, des voitures, des produits électroniques), des tutoriels de transaction ou des coûts réduits (par exemple sur les marges ou les frais)³².

47. Les primes et autres avantages commerciaux peuvent détourner l'attention des clients non professionnels concernant la nature très risquée du produit. Elles visent généralement à attirer les clients non professionnels et à stimuler les transactions. Les clients non professionnels peuvent considérer ces promotions comme une caractéristique centrale du produit à un tel point qu'ils peuvent ne pas évaluer correctement le niveau de risques associés au produit.
48. En outre, ces avantages commerciaux liés à l'ouverture de comptes de négociation de CFD imposent aux clients de verser des fonds aux fournisseurs et de réaliser un certain nombre de transactions au cours d'une période donnée. Les données disponibles démontrant que la majorité des clients non professionnels perdent de l'argent en négociant des CFD, cette situation implique souvent que les clients perdent plus souvent plus d'argent dans les transactions sur CFD qu'ils n'en auraient perdu en l'absence d'une offre de prime.
49. Les travaux de surveillance menés par plusieurs ANC ont révélé que les conditions et modalités des offres promotionnelles sont souvent trompeuses et que de nombreux clients ignoraient les conditions d'accès aux avantages/primes offerts. Enfin, un certain nombre de clients ont indiqué avoir rencontré des difficultés pour retirer des fonds lorsqu'ils tentaient d'utiliser ces primes³³.
50. Outre les facteurs exposés ci-dessus, de nombreuses ANC constatent que les modèles de distribution observés dans ce secteur du marché présentent certains conflits d'intérêts. La pression en vue de maintenir une réserve de nouveaux clients renforce les conflits d'intérêts potentiels. Des conflits d'intérêts peuvent se produire, et se sont produits, parce que certains fournisseurs de CFD sont contreparties aux transactions des clients sans couvrir leur exposition, ce qui place par conséquent les intérêts de ces fournisseurs en conflit direct avec ceux de leurs clients. Il existe un risque plus élevé que ces fournisseurs soient incités à manipuler ou à limiter la transparence des prix de référence ou à recourir à des pratiques contestables telles que la clôture de transactions rentables sous des prétextes fallacieux. Le risque existe également que le fournisseur cherche à exploiter des décalages asymétriques (par exemple, en cas de décalage, répercuter les pertes sur le client et conserver les bénéfices). Les fournisseurs peuvent délibérément reporter le temps compris entre la cotation et l'exécution des CFD afin d'exploiter davantage cette pratique. Les ANC ont également recensé des pratiques par lesquelles les fournisseurs appliquent une majoration asymétrique ou incohérente aux marges principales.
51. Les pratiques de commercialisation et de distribution associées aux CFD décrites ci-dessus confirment l'existence de craintes importantes relatives à la protection des investisseurs.

II.5. Les risques liés à l'atteinte à la confiance des investisseurs dans le système financier (Article 21(2)(v) du Règlement Délégué MiFIR)

52. La combinaison de facteurs tels que le niveau de complexité élevé et la transparence insuffisante des CFD, le risque élevé de perte d'une partie substantielle ou, le plus souvent, de la totalité de l'investissement, la nature trompeuse et agressive de la plupart des techniques de vente associées

³² La section 6 des questions-réponses de l'ESMA relative à la fourniture de CFD et d'autres instruments spéculatifs aux investisseurs en vertu du cadre MiFID (ESMA-35-36-794) indique qu'il est peu probable qu'une entreprise offrant une prime destinée à inciter des clients de détail à négocier des produits spéculatifs complexes tels que les CFD, les options binaires et les opérations de change au comptant reportables à échéance indéterminée soit en mesure de démontrer qu'elle agit honnêtement, équitablement et professionnellement ainsi qu'au service des intérêts de ses clients de détail.

³³ ESMA, décision (UE) 2018/796, considérant 50.

et la portée des conséquences dommageables accroît fortement la probabilité que des clients non professionnels perdent confiance dans le système financier.

53. Compte tenu de la probabilité que des clients non professionnels enregistrent des pertes sur les investissements qu'ils réalisent dans des CFD, les investisseurs qui ne disposent d'aucune autre expérience de l'investissement en instruments financiers et ont été incités à conclure des CFD du fait des techniques de vente agressives associées à ces produits pourraient en déduire que de tels produits sont représentatifs de l'ensemble des instruments financiers. Au regard du nombre élevé de clients non professionnels ayant investi dans des CFD et des plaintes qu'ont suscité ces produits, il y a lieu de considérer qu'ils sont susceptibles de porter atteinte à la confiance des investisseurs dans le système financier.

III. L'insuffisance des dispositions du droit de l'Union pour pallier les risques identifiés (Article 42(2)(b) du Règlement MiFIR)

54. Conformément aux dispositions de l'article 42(2)(b) du Règlement MiFIR, l'AMF a examiné si les exigences réglementaires déjà applicables à l'instrument financier ou à l'activité financière en question, en vertu du droit de l'Union, sont suffisantes pour garantir la protection des investisseurs du point de vue de la distribution, la commercialisation ou la vente de CFD à des clients non professionnels. Les exigences réglementaires applicables sont énoncées dans la Directive MIF2, le Règlement MiFIR et le règlement (UE) no 1286/2014 du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (**Règlement PRIIPS**)³⁴.
55. Certains fournisseurs, intermédiaires et organisations commerciales ont explicitement mentionné dans leurs réponses à l'appel à contributions de l'ESMA que l'ESMA doit prendre en considération les effets de la nouvelle législation avant d'appliquer toute mesure d'intervention sur les produits, notamment l'introduction récente de MiF2 (en particulier les règles de gouvernance des produits) et des PRIIPS.
56. Il convient de noter que la portée et le contenu de plusieurs exigences réglementaires applicables en vertu de la Directive MIF2 et du Règlement MiFIR sont similaires à celles qui relèvent de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil (**Directive MIF1**). Si l'adoption de la Directive MIF2 et du Règlement MiFIR visait à améliorer plusieurs aspects notables des services et activités d'investissement en vue de renforcer la protection des investisseurs (y compris via des pouvoirs d'intervention sur les produits), les améliorations d'un certain nombre de dispositions applicables ne répondent pas aux préoccupations spécifiques abordées dans la présente décision. Du point de vue des risques et du préjudice des investisseurs examinés dans la présente décision, plusieurs dispositions pertinentes sont par conséquent demeurées dans une large mesure inchangées.
57. Les exigences de fourniture d'informations appropriées aux clients ont été précisées dans la Directive MIF2, avec une amélioration considérable dans le domaine des informations relatives aux coûts et aux frais, les entreprises d'investissement étant tenues de fournir aux clients des informations complètes sur l'ensemble des coûts et des frais en rapport avec les services d'investissement et les instruments financiers. Cependant, les règles relatives à l'information à elles seules, y compris de meilleures informations sur les coûts, sont manifestement insuffisantes

³⁴ Ces exigences comprennent notamment: i) l'exigence de fournir des informations appropriées aux clients prévue à l'article 24, paragraphes 3 et 4, de la Directive MIF2 ; ii) les exigences d'adéquation et de caractère approprié prévues à l'article 25, paragraphes 2 et 3, de la Directive MIF2 ; iii) les exigences de meilleure exécution prévues à l'article 27 de la Directive MIF2 ; iv) les exigences en matière de gouvernance des produits prévues à l'article 16, paragraphe 3, et à l'article 24, paragraphe 2, de la Directive MIF2 ; et v) les exigences en matière d'information prévues aux articles 5 à 14 du règlement PRIIPS.

pour répondre aux risques complexes liés à la commercialisation, à la distribution ou à la vente de CFD aux clients non professionnels.

58. En particulier, l'article 24, paragraphe 3, de la Directive MIF2 impose notamment à toutes les entreprises d'investissement de veiller à ce que toutes les informations, y compris les communications commerciales, destinées aux clients ou aux clients potentiels soient correctes, claires et non trompeuses. L'article 24, paragraphe 4, de la Directive MIF2 exige en outre des entreprises d'investissement qu'elles donnent des informations appropriées en temps utile aux clients et aux clients potentiels en ce qui concerne l'entreprise et ses services, les instruments financiers et les stratégies proposées, les systèmes d'exécution et tous les coûts et frais connexes, y compris des conseils et des avertissements sur les risques associés aux investissements dans ces instruments financiers et sur la destination de l'instrument financier à des clients non professionnels ou à des clients professionnels.
59. L'AMF a également pris en considération la pertinence des règles d'information en vertu du Règlement PRIIPS. Le règlement PRIIPS prévoit des règles uniformes concernant le format et le contenu du document d'informations clés à fournir par les producteurs de produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (« PRIIPs ») aux investisseurs non professionnels afin de les aider à comprendre et à comparer les principaux éléments et risques d'un PRIIP. En particulier, l'article 5 du règlement fixe une méthodologie pour la présentation de l'indicateur synthétique de risque et des explications concernant cet indicateur, en précisant si l'investisseur peut perdre tout le capital investi ou assumer des engagements financiers supplémentaires. Toutefois, ce type d'information n'attire pas suffisamment l'attention du client non professionnel sur les conséquences de l'investissement dans les CFD en particulier. Par exemple, le ratio de rendement ne porte que sur le produit de CFD individuel et ne fournit pas au client le pourcentage global de clients non professionnels qui perdent de l'argent en négociant des CFD. En outre, l'indicateur synthétique de risque ne comporte pas d'informations directes sur les performances passées du produit, et ces informations peuvent ne pas être fournies dans les explications d'accompagnement car le producteur de PRIIP jouit d'une certaine discrétion quant à l'inclusion de certaines informations pour le destinataire.
60. L'AMF a examiné si ces exigences pouvaient répondre à tout ou partie des préoccupations concernant la commercialisation, la distribution ou la vente de CFD aux clients non professionnels ou au moins supprimer la nécessité d'introduire les mises en garde contre les risques dans la présente décision. Toutefois, ces exigences ne garantissent pas que les clients non professionnels dans l'ensemble de l'Union disposeront d'informations uniformes et utiles sur les risques liés à la négociation des CFD. En particulier, les conseils et avertissements visés à l'article 24, paragraphe 4, de la Directive MIF2 ne semblent pas répondre à ces préoccupations étant donné les divergences dans l'information susceptible d'être fournie aux clients qui peut ne pas suffisamment attirer leur attention sur les conséquences concrètes liées à la négociation des CFD. Les avertissements sur les risques introduits dans la présente décision fourniraient aux clients des informations importantes, à savoir le pourcentage de comptes de clients non professionnels perdant de l'argent dans la négociation des CFD avec chaque entreprise particulière.
61. La Directive MIF2 a également renforcé les exigences relatives à l'adéquation en exigeant la fourniture d'un rapport d'adéquation au client et en affinant l'évaluation de l'adéquation. En particulier, l'article 25, paragraphe 2, de la Directive MIF2 impose aux fournisseurs de CFD de se procurer les informations nécessaires concernant les connaissances et l'expérience du client ou du client potentiel en matière d'investissement en rapport notamment avec le type spécifique de produit ou de service, sa situation financière, y compris sa capacité à subir des pertes, et ses objectifs d'investissement, y compris sa tolérance au risque, de manière à pouvoir lui

recommander les services d'investissement et les instruments financiers qui lui conviennent et qui sont adaptés à sa tolérance au risque et à sa capacité à subir des pertes. Toutefois, les exigences relatives à l'adéquation ne sont applicables qu'à la fourniture de conseils en investissement et à la gestion de portefeuilles et ne sont par conséquent généralement pas applicables à la négociation de CFD, qui a lieu essentiellement via des plateformes électroniques, en l'absence de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille.

62. En outre, les objectifs de l'évaluation de l'adéquation (examen des produits par rapport aux connaissances et à l'expérience du client, à sa situation financière et à ses objectifs d'investissement) restent en substance inchangés par rapport au régime prévu par la Directive MIF1 et, comme l'illustre la présente décision, n'ont pas été suffisants pour éviter les préjudices subis par l'investisseur.
63. De même, la Directive MIF2 a renforcé les exigences relatives au caractère approprié, essentiellement en réduisant la liste de produits non complexes et, par conséquent, en limitant les types de produits pouvant faire l'objet de services d'exécution simple d'ordres. L'article 25, paragraphe 3, de la Directive MIF2 impose aux fournisseurs de CFD de demander à leurs clients ou clients potentiels de donner des informations sur leurs connaissances et sur leur expérience en matière d'investissement en rapport notamment avec le type spécifique de produit ou de service proposé ou demandé pour être en mesure de déterminer si le service ou le produit d'investissement envisagé est approprié pour le client ou le client potentiel. Si le fournisseur considère que le produit est inapproprié pour le client ou le client potentiel, il en informe celui-ci. Les CFD sont considérés comme des produits financiers complexes et sont par conséquent soumis à un test d'adéquation conformément à l'article 25, paragraphe 3, de la Directive MIF2.
64. Cependant, c'était déjà le cas en vertu de la Directive MIF1, qui prévoyait en substance le même test d'adéquation que celui prévu par la Directive MIF2. Comme l'illustre la présente décision et comme le démontre l'expérience de surveillance des ANC³⁵, le test d'adéquation n'a pas été suffisant pour répondre au problème de protection des investisseurs décrit dans la présente décision.
65. Il est par conséquent peu probable que les tests d'adéquation et du caractère approprié prévus en vertu des exigences réglementaires en vigueur permettent aux clients non professionnels de négocier des CFD d'une manière qui réponde aux préoccupations importantes quant à la protection des investisseurs.
66. En ce qui concerne la meilleure exécution, la plupart des règles de meilleure exécution existaient déjà en vertu de la Directive MIF1. Ces règles ont toutefois été renforcées par la Directive MIF2. En particulier, l'article 27 de la Directive MIF2 dispose que les entreprises d'investissement doivent prendre « toutes les mesures suffisantes » (et non plus « toutes les mesures raisonnables ») afin d'obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients lors de l'exécution des ordres. En outre, des informations supplémentaires doivent être publiées par les acteurs du marché et, en particulier, les entreprises d'investissement sont tenues de révéler les cinq principales plateformes de négociation où elles ont exécuté les ordres de leurs clients et les résultats obtenus lors de l'exécution de ces ordres.
67. L'AMF a examiné si les règles révisées de meilleure exécution pouvaient répondre au moins à certaines des préoccupations concernant la commercialisation, la distribution ou la vente de CFD aux clients non professionnels. Une transparence accrue autour de l'exécution des ordres aide les clients à mieux comprendre et à évaluer la qualité des pratiques d'exécution de l'entreprise et,

³⁵ ESMA, décision (UE) 2018/796, considérant 63.

ainsi, à mieux évaluer la qualité de l'ensemble du service fourni. En outre, une meilleure information sur le mode d'exécution des ordres des clients aide les clients à vérifier que l'entreprise a pris toutes les mesures suffisantes pour atteindre les meilleurs résultats possibles pour le client. Les exigences relatives à la meilleure exécution renforcent également la norme en matière de meilleure exécution en ce qui concerne les produits de gré à gré en imposant aux entreprises de vérifier l'équité du prix proposé au client au moment d'exécuter les ordres ou de prendre la décision de négocier des produits de gré à gré, y compris les produits personnalisés. Les exigences de la Directive MIF2 impliquent de recueillir des données de marché à utiliser pour l'estimation du prix de ces produits et, dans la mesure du possible, de les comparer avec des produits similaires ou comparables. Cependant, les règles de meilleure exécution par elles-mêmes ne préviennent pas les risques liés aux caractéristiques des produits, autres que l'exécution, et à la large commercialisation, distribution ou vente de ces produits aux clients non professionnels.

68. En ce qui concerne ces exigences réglementaires substantiellement similaires, l'ESMA a indiqué à plusieurs reprises les risques décrits ci-dessus dans ses avertissements à l'intention des investisseurs, ses questions-réponses et son avis sur les pratiques MIFID à l'intention des entreprises vendant des produits financiers complexes. L'ESMA a également mené des travaux de convergence de la surveillance, notamment par l'intermédiaire du groupe conjoint et de la *task force* sur les CFD. En dépit du large recours à ces instruments non contraignants visant à garantir une application cohérente et efficace des exigences réglementaires en vigueur, l'ESMA a considéré que le problème de protection des investisseurs subsistait. Cette situation indique, pour les raisons mentionnées dans la présente section, que ces exigences ne répondent pas à la préoccupation recensée.
69. L'AMF a également examiné l'incidence potentielle des règles de gouvernance de produits énoncées à l'article 16, paragraphe 3, et à l'article 24, paragraphe 2, de la Directive MIF2. Ces règles exigent des fournisseurs qui produisent des instruments financiers (y compris des CFD) en vue de leur vente aux clients de veiller à ce que les produits soient conçus pour répondre aux besoins d'un marché cible défini de clients finaux à l'intérieur de la catégorie de clients concernés ; à ce que la stratégie de distribution du produit soit compatible avec le marché cible défini ; et à ce que le fournisseur prenne les mesures raisonnables afin de veiller à ce que les instruments financiers soient distribués au marché cible défini et examine régulièrement la définition du marché cible et la performance du produit. Les fournisseurs de CFD doivent comprendre les instruments financiers qu'ils offrent ou recommandent, évaluer la compatibilité de l'instrument avec les besoins du client à qui ils fournissent des services d'investissement, en tenant compte également du marché cible défini de clients finaux, et veiller à ce que les instruments financiers ne soient offerts ou recommandés que lorsque cela sert les intérêts du client. En outre, les fournisseurs de CFD qui distribueraient un instrument financier qu'ils n'ont pas produit auront pris les dispositions appropriées pour obtenir et comprendre les informations pertinentes concernant le processus d'approbation du produit, y compris le marché cible défini et les caractéristiques du produit. Les fournisseurs de CFD distribuant des instruments financiers conçus par des fournisseurs non soumis aux exigences en matière de gouvernance des produits fixées par la Directive MIF2 ou par des fournisseurs de pays tiers doivent prendre également des dispositions appropriées pour obtenir des informations suffisantes concernant les instruments financiers.
70. Ces exigences en matière de gouvernance des produits ont été introduites pour la première fois dans le droit de l'Union en vertu de la Directive MIF2 et clarifiées par l'ESMA³⁶.

³⁶ Orientations de l'ESMA du 2 juin 2017 sur les exigences en matière de gouvernance des produits au titre de la directive MIFID II (ESMA35-43-620).

71. Le but de ces exigences est de limiter le type de clients (le marché cible) pour lesquels les CFD seraient appropriés et auxquels ils devraient par conséquent être distribués. Elles ne préviennent pas les principaux risques décrits dans la présente décision et liés aux caractéristiques du produit (par exemple le fort effet de levier) ou aux pratiques associées (par exemple, l'autorisation des obligations de paiement supplémentaires ou l'offre de primes). Par ailleurs, elles ne restreignent pas spécifiquement la distribution de produits dotés des caractéristiques susmentionnées au marché de masse. Le préjudice subi par les clients montre que la commercialisation, la distribution ou la vente de CFD n'est pas appropriée au marché de détail, à moins d'être accompagnée de certaines restrictions que les obligations en matière de gouvernance de produits ne précisent pas. Si les répondants à l'appel à contributions de l'ESMA indiquent objectivement que les obligations en matière de gouvernance des produits constituent des aspects importants pour déterminer le marché cible et aligner la stratégie de distribution sur celui-ci, certains fournisseurs ont également indiqué dans leurs réponses à l'appel à contributions qu'ils considèrent que les CFD avec des niveaux élevés de levier [par exemple 100:1] constituent, même si les obligations en matière de gouvernance de produits s'appliquent, un produit approprié pour les clients non professionnels (ils concluent que le marché cible des CFD avec ce niveau de levier est un marché de masse). Plusieurs entreprises, après la mise en œuvre de la Directive MIF2 et de ses obligations de gouvernance en matière de produits, continuent de proposer des CFD avec de tels effets de levier sur le marché de masse (en évaluant seulement le caractère approprié). L'ESMA et les ANC, dont l'AMF, désapprouvent cette approche. Cette situation démontre que les obligations en matière de gouvernance de produits laissent encore aux différents fournisseurs une trop large discrétion quant à la définition des caractéristiques des produits qu'ils cherchent à offrir à leurs clients.
72. Malgré l'existence de ces exigences réglementaires, il apparaît que les clients non professionnels continuent et continueront de perdre systématiquement de l'argent sur les CFD. La mesure nationale d'intervention envisagée apparaît par conséquent nécessaire pour faire face à cette menace.
73. En France, malgré l'adoption de dispositions nationales restrictives³⁷, l'AMF reste préoccupée par les caractéristiques de ces produits et l'offre continue de ces produits aux clients non professionnels. À titre d'exemple, bien que l'AMF ait enregistré une diminution du nombre de plaintes en 2017, elle observe que le nombre de plaintes en rapport avec ces produits reste considérable (33 %) par rapport au nombre total de plaintes qu'elle a reçues au sujet d'autres produits et services d'investissement.
74. Comme l'ESMA³⁸, l'AMF ne dispose pas d'éléments indiquant qu'une interdiction totale de la commercialisation, de la distribution ou de la vente de CFD aux clients non professionnels soit nécessaire à ce stade. Cependant, étant donné que les différentes restrictions appliquées par les mesures nationales prises jusqu'à présent, qui ne comportent que certains des éléments compris dans la présente mesure (par exemple les limites spécifiques à l'effet de levier ou les restrictions de commercialisation) se sont avérées insuffisantes pour répondre au problème recensé de protection des investisseurs, l'AMF considère qu'il est nécessaire d'imposer chacune des restrictions de la présente décision comme un ensemble, afin d'assurer un niveau minimal de protection des clients non professionnels en France.
75. En outre, les CFD sont souvent commercialisés, distribués ou vendus via des plateformes de négociation en ligne. Une interdiction ou restriction nationale pourrait à cet égard s'avérer

³⁷ AMF, Communiqué du 10 janvier 2017 (*Une étape majeure pour la protection des épargnants : l'AMF détaille le mécanisme d'interdiction de la publicité des produits les plus risqués*).

³⁸ ESMA, décision (UE) 2018/796, considérant 80.

inadéquate pour protéger les clients non professionnels dans les États membres autres que la France. Comme l'illustrent les données recueillies par certaines ANC, les fournisseurs de CFD ont été en mesure d'approcher aisément et rapidement de nouveaux clients dans l'ensemble de l'Union en opérant en ligne³⁹.

76. À la lumière de ce qui précède, pour que les mesures nationales soient efficaces pour les clients non professionnels dans l'ensemble de l'Union, il serait nécessaire que les ANC de l'ensemble des autres États membres prennent des mesures visant à introduire un niveau minimal commun de protection des investisseurs tel que décrit dans les décisions adoptées par l'ESMA et la présente décision, à brève échéance. Certaines ANC ont déjà commencé à adopter de telles mesures. Ces mesures ont fait l'objet d'avis de l'ESMA, qui a conclu à leur caractère justifié et proportionné, et appelle les autres régulateurs nationaux à adopter des mesures nationales d'intervention qui soient au moins aussi strictes que les mesures adoptées par l'ESMA⁴⁰. L'adoption par l'AMF, comme par d'autres autorités nationales compétentes, d'une mesure nationale d'intervention sur les CFD apparaît ainsi nécessaire afin de palier toute éventuelle résurgence des risques d'atteinte à la protection des investisseurs présentés par ces produits au moment où la mesure de restriction adoptée par l'ESMA, dont les pouvoirs d'intervention ne sont que temporaires, viendra à expirer.
77. Enfin, l'utilisation des pouvoirs de surveillance résultant de l'article 69 de la Directive MIF2, par exemple au paragraphe 2, points f) (interdiction temporaire de l'exercice de l'activité professionnelle) et t) (suspension de la commercialisation ou de la vente pour non-conformité aux exigences du processus d'approbation de produit) ne répondraient pas non plus au problème important de protection des investisseurs. Une mesure d'intervention sur les produits s'applique à un produit ou à une activité liée à ce produit et s'applique par conséquent à toutes les entreprises d'investissement fournissant ce produit ou exerçant cette activité, plutôt qu'à une non-conformité particulière d'une entreprise d'investissement. En prévenant à l'échelle nationale les risques découlant de l'offre de CFD aux clients non professionnels, une mesure d'intervention est plus efficace que lorsque les ANC tentent de prendre des mesures contre chaque entreprise de façon individuelle. Comme mentionné ci-dessus, il apparaît qu'il s'agit d'un problème à l'échelle du marché qui n'est pas limité aux particularités des différents fournisseurs et que les principaux risques sont inhérents au produit et au modèle d'affaires des fournisseurs. En tant que telles, diverses mesures individuelles de surveillance ne permettraient pas de prévenir immédiatement que des clients non professionnels subissent un préjudice et ne constitueraient pas une alternative adéquate à l'utilisation des pouvoirs d'intervention de l'AMF.

IV. Absence d'effet disproportionné (Article 42(2)(c) du Règlement MiFIR)

78. Étant donné l'ampleur et la nature de l'important problème de protection des investisseurs identifié, l'AMF considère qu'il est nécessaire et proportionné de restreindre, au niveau national, la commercialisation, la distribution ou la vente de CFD aux clients non professionnels aux cas dans lesquels un certain nombre de conditions sont remplies. En outre, elle considère qu'une telle restriction n'exerce pas d'effet négatif sur l'efficacité des marchés financiers ou sur les investisseurs qui soit disproportionné par rapport à ses avantages escomptés.
79. Les principaux avantages escomptés liés à l'adoption d'une mesure nationale d'intervention sont les suivants :

³⁹ ESMA, décision (UE) 2018/796, considérant 81.

⁴⁰ ESMA, Communiqué de presse du 2 avril 2019 (*ESMA issues four positive opinions on national product intervention measures, ESMA71-99-1138*).

- i. réduction du risque de vente inadaptée de CFD et de ses conséquences financières connexes, ce qui représente un avantage pour les clients non professionnels et pour les marchés financiers dans leur ensemble ;
 - ii. rétablissement de la confiance des clients non professionnels dans les marchés financiers, y compris la confiance dans les fournisseurs actifs dans ce secteur, qui peuvent avoir vu leur réputation ternie à la suite des problèmes rencontrés par les investisseurs.
80. Compte tenu (i) de l'adoption par l'ESMA, le 22 mai 2018, d'une mesure de restriction temporaire concernant la commercialisation, la distribution ou la vente de contrats sur différence aux clients non professionnels⁴¹, (ii) du renouvellement continu de cette restriction par l'ESMA⁴² et (iii) de la position exprimée publiquement par l'ESMA à l'égard de la pérennisation au niveau national de telles mesures par les ANC, l'AMF considère que les conséquences financières potentielles et les coûts auxquels feront face les fournisseurs lors de la mise en œuvre des mesures d'intervention de la présente décision devraient être nécessairement limités.
81. En outre, dans la perspective de l'adoption d'une mesure nationale de restriction de la commercialisation, de la distribution ou de la vente de contrats sur différence aux clients non professionnels, l'AMF a engagé du 25 mars au 15 avril 2019 une consultation publique afin de recueillir l'avis des investisseurs et participants de marché sur son projet de mesure et disposer le cas échéant d'éléments permettant de déterminer l'effet probable de telles mesures sur les investisseurs et participants de marché. L'AMF a reçu quarante contributions à l'issue de cette consultation : près de la moitié provient d'associations de défense des consommateurs et des investisseurs, les autres réponses étant le fait d'associations professionnelles ou d'acteurs présents sur le marché des CFD et des options binaires. La grande majorité des répondants a exprimé un avis favorable à l'égard du projet de mesure nationale d'intervention soumis à consultation et de l'approche retenue par l'AMF, consistant à adopter des mesures nationales ayant une nature et un périmètre similaire à celui retenu par l'ESMA pour l'adoption de ses propres mesures.
82. L'AMF estime enfin que les différentes caractéristiques de la mesure nationale définie dans la présente décision, qui reprennent celle de la mesure adoptée par l'ESMA et telles que détaillées ci-après, apparaissent justifiées et proportionnées compte tenu de la nature des risques détectés, du niveau de connaissance des investisseurs ou des participants au marché concernés et de l'effet probable des mesures sur les investisseurs et les participants au marché qui peuvent détenir ou utiliser l'instrument financier, le dépôt structuré ou l'activité ou la pratique financière, ou en bénéficier.

IV.1. Protection relative aux marges initiales

83. L'AMF considère qu'il est nécessaire de restreindre la commercialisation, la distribution ou de la vente de CFD aux clients non professionnels par l'application de limites spécifiques à l'effet de levier selon la nature du sous-jacent.
84. L'introduction de ces limites à l'effet de levier protégera les clients en leur imposant de fournir une marge initiale minimale afin de conclure un CFD. Cette exigence est appelée « protection relative aux marges initiales ». Elle limitera l'exposition de l'investissement notionnel du client au montant investi. Comme les coûts auxquels fait face un client augmentent avec l'exposition de l'investissement notionnel, la protection de la marge initiale réduira la probabilité de pertes pour le client par rapport à celles qui auraient été escomptées si celui-ci négociait à des effets de levier

⁴¹ ESMA, décision (UE) 2018/796.

⁴² ESMA, décision (UE) 2018/1636 du 23 octobre 2018 ; décision (UE) 2019/155 du 23 janvier 2019 et décision (UE) 2019/679 du 17 avril 2019.

plus importants. Comme précisé ci-dessous, la recherche universitaire empirique corrobore cette analyse et indique que les limites à l'effet de levier améliorent les résultats moyens pour les investisseurs.

85. L'AMF a également pris en considération les réponses à l'appel à contributions de l'ESMA. Les réponses des fournisseurs, des organisations commerciales et d'autres entités intéressées par l'appel à contributions de l'ESMA, à quelques exceptions près, ont généralement été négatives en ce qui concerne les limites proposées à l'effet de levier. La principale incidence sur les fournisseurs de l'imposition de limites proposées à l'effet de levier a été la baisse des revenus. Toutefois, nombre d'entre eux ont indiqué que, de manière générale, ils ne s'opposaient pas aux limites à l'effet de levier comme mesure d'intervention, mais désapprouvaient les limites spécifiques proposées par l'ESMA.
86. Les représentants des consommateurs ayant répondu à l'appel à contributions de l'ESMA ont en général accueilli favorablement les mesures proposées par l'ESMA pour les CFD, y compris les limites à l'effet de levier proposées par l'ESMA. Près de la moitié des réponses des représentants des consommateurs à l'appel à contributions de l'ESMA proposaient toutefois d'aller plus loin que les mesures proposées par l'ESMA, par l'adoption de mesures plus rigoureuses telles que des limites plus strictes à l'effet de levier ou une interdiction complète de la commercialisation, de la distribution ou de la vente de CFD aux clients non professionnels.
87. La grande majorité des réponses des particuliers à l'appel à contributions de l'ESMA exprimaient, souvent de manière très brève, une approbation ou une désapprobation générale des mesures proposées, et très peu d'entre eux ont étayé leurs commentaires de manière plus détaillée. Une grande majorité de ces particuliers accueillait défavorablement les limites proposées à l'effet de levier. Parmi les quelques particuliers en faveur des mesures proposées par l'ESMA pour les CFD, certains ont mentionné qu'ils pensaient que les clients non professionnels nécessitaient un niveau de protection supplémentaire lors de la négociation de ces instruments. Certains d'entre eux ont évoqué le montant des pertes résultant de la négociation des CFD ou se sont plaints du comportement agressif de certaines entreprises. Dans certains cas, les investisseurs ont affirmé qu'ils avaient été victimes de fraude.
88. Des répondants à l'appel à contributions de l'ESMA ont indiqué qu'ils souhaitaient davantage de précisions concernant les catégories utilisées pour la protection relative aux marges initiales.
89. Les études existantes indiquent qu'un effet de levier plus faible est associé à de meilleurs résultats pour les clients, y compris de moindres pertes par transaction et un montant total de frais de transaction inférieur en raison des moindres volumes de transaction⁴³.
90. L'ESMA n'a pas reçu dans le cadre de l'appel à contributions de données quantitatives indiquant que l'introduction d'une protection relative aux marges initiales entraîne de moindres retours sur investissement pour les clients non professionnels. L'AMF n'a de même reçu aucune indication dans ce sens dans le cadre de sa consultation publique.
91. L'exigence d'une marge initiale minimale préviendra certains risques liés à la distribution des CFD en faisant en sorte que seuls les clients non professionnels qui sont en mesure de fournir une marge suffisamment élevée puissent négocier ces produits⁴⁴.

⁴³ ESMA, décision (UE) 2018/796, considérants 96 et 97.

⁴⁴ En tant que telle, la protection des marges initiales devrait également limiter la mesure dans laquelle ces produits sont distribués à des investisseurs particulièrement vulnérables, tels que les groupes de clients à faibles revenus.

92. Corollairement, la protection relative aux marges initiales devrait également réduire la probabilité que les fournisseurs de CFD ciblent des clients non professionnels de moindre taille, soutenus par un effet de levier plus important. Cette protection devrait inciter les entreprises à porter leur attention sur les clients non professionnels bien informés plutôt qu'à « multiplier » les clients non professionnels moins avisés. La protection relative aux marges initiales proposée contribuera par conséquent à faire en sorte que les fournisseurs de CFD agissent selon des conditions qui servent les meilleurs intérêts de leurs clients au lieu d'attirer de nouveaux clients ou d'accroître la part de marché au moyen d'effets de levier plus importants.
93. La protection relative aux marges initiales contribuera également à prévenir le risque de conflits d'intérêts potentiels, en particulier lorsque les fournisseurs de CFD ne couvrent pas les transactions de leurs clients et bénéficient ainsi directement des pertes des clients, en réduisant le risque que les entreprises profitent des positions en perte des clients et des bénéfices escomptés de la négociation. Elle témoigne d'une approche commune de la protection des investisseurs adoptée par un certain nombre d'autres juridictions internationales⁴⁵.
94. La protection relative aux marges initiales pour chaque sous-jacent a été établie par l'ESMA selon la volatilité du sous-jacent en utilisant un modèle de simulation visant à évaluer la probabilité qu'un client perde 50 % de son investissement initial sur une période de détention appropriée. En particulier, l'ESMA a réalisé une simulation quantitative de la distribution des rendements qu'un investisseur dans un seul CFD est susceptible d'attendre à différents niveaux de levier. Le point de départ de la simulation se fondait sur environ 10 années de données quotidiennes sur les prix du marché (dans la plupart des cas) pour différents types de sous-jacents souvent utilisés dans les CFD vendus aux clients non professionnels. Aux fins de cette analyse, l'ESMA a pris en considération un CFD qui est automatiquement clos si la marge atteint 50 % de sa valeur initiale. La probabilité simulée avec laquelle la clôture intervient dépend (et augmente en fonction) de l'effet de levier déterminé. L'indicateur examiné était la probabilité de clôture (automatique) comme fonction de l'effet de levier. Cet indicateur permet de fixer des limites à l'effet de levier selon un modèle qui devrait remédier au préjudice de façon systématique dans différentes classes de sous-jacents⁴⁶.
95. L'ESMA a considéré que, étant donné la nature des investisseurs, qui sont des clients non professionnels, et des statistiques sur les distributions des périodes de détention de CFD (sur la base de données collectées par les ANC), il convenait d'établir une protection relative aux marges initiales en partant du principe que les clients non professionnels détiennent un actif pendant un jour au moins. Afin d'établir un point de référence systématique, l'ESMA a ensuite simulé quel effet de levier entraînerait une clôture des positions ouvertes avec une probabilité de 5 %, pour différents actifs sous-jacents. La gamme de résultats au sein de chaque classe d'actifs a ensuite contribué à la sélection des limites à l'effet de levier. Dans la plupart des cas, les limites ont été fixées avec prudence vers l'extrémité inférieure de la gamme. L'ampleur de la négociation des différents actifs a été prise en compte. Par exemple, parmi les CFD sur les matières premières, le pétrole et l'or sont tous deux couramment négociés par des clients non professionnels, mais les simulations indiquent que l'effet de levier impliquant une probabilité de 5 % de clôture des positions pour les CFD sur l'or est environ deux fois supérieur à celui des CFD sur le pétrole. La limite à l'effet de levier pour les CFD sur l'or est par conséquent différente des limites pour le pétrole et d'autres matières premières. La détermination de la protection relative aux marges initiales de la sorte, notamment via des positions simulées d'une durée d'au moins un jour, offre

⁴⁵ Des limites à l'effet de levier sont par exemple en vigueur aux États-Unis, au Japon, à Hong Kong et à Singapour. Des limites à l'effet de levier et des exigences de marge minimales sont également prévues dans le document de consultation de l'OICV de février 2018.

⁴⁶ ESMA, décision (UE) 2018/796, considérants 102 et suivants.

un niveau de protection cohérent et nécessaire pour les clients non professionnels, qui ne surveillent peut-être pas leur position durant le jour de cotation ou ne sont peut-être pas en mesure d'évaluer la nécessité d'une réaction rapide face à la volatilité du marché sous-jacent. Dans le cas des CFD sur actions, les données semblent indiquer que les périodes de détention sont généralement plus longues que pour d'autres actifs; des périodes de détention d'un maximum de 5 jours ont été prises en compte.

96. L'ESMA a envisagé d'autres approches de l'étalonnage de la protection relative aux marges initiales. Une autre solution consisterait par exemple à fixer une seule limite à l'effet de levier pour tous les CFD indépendamment de leur sous-jacent. L'ESMA a néanmoins considéré qu'il convenait d'établir une distinction entre les différents types de sous-jacents étant donné les différences dans la volatilité historique des prix entre différentes classes de sous-jacents, outre les différences dans les structures typiques des frais dans l'ensemble des fournisseurs de CFD actuels et les comportements habituels des clients.
97. Bien que la mise en œuvre de la protection relative aux marges initiales implique certains coûts pour les fournisseurs de CFD afin d'adapter les limites à l'effet de levier offert aux clients non professionnels, l'ESMA a considéré que ces coûts ne seraient pas disproportionnés par rapport aux avantages liés à la mise en place de cette protection. Ces limites étant applicables de manière continue, en vertu des décisions de l'ESMA, depuis le 1^{er} août 2018, l'AMF considère qu'elles ne sauraient pas être considérées comme disproportionnées par rapport aux avantages liés à la mise en place de cette protection.

IV.2. Protection relative à la clôture des positions ouvertes

98. Une autre mesure de protection des clients non professionnels est la protection relative à la clôture des positions ouvertes. Cette mesure complète la mise en place de la protection relative aux marges initiales et atténue le risque que les clients non professionnels perdent des fonds considérablement supérieurs à ceux qu'ils ont investi dans un CFD dans une situation de marché normale.
99. La fourniture d'une protection relative à la clôture des positions ouvertes et la standardisation du pourcentage auquel les fournisseurs de CFD sont tenus de clore les positions ouvertes des clients sur CFD (à 50 % de la marge initiale requise) vise également à répondre aux pratiques incohérentes de fermeture des positions ouvertes par les fournisseurs de CFD. Certaines ANC ont observé que des fournisseurs de CFD laissent les fonds de leurs clients chuter à 0-30 % de la marge initiale requise pour conclure un CFD⁴⁷. En permettant aux clients de réduire leur marge à proximité de zéro, les fournisseurs placent les clients en situation de risque de perdre davantage que les fonds qu'ils ont déposés, en particulier dans le cas d'un « *gapping* ». Inversement, un niveau trop élevé de clôture des positions ouvertes exposerait les clients à de fréquentes clôtures, ce qui n'est pas dans leur intérêt. Le seuil de 50 % établi par la mesure de l'ESMA et repris dans la présente décision vise à atténuer le risque de perte substantielle des clients non professionnels et est par conséquent proportionné.
100. Dans son appel à contributions, l'ESMA a décrit une protection relative à la clôture des positions ouvertes pour chaque position. Cette approche vise à répondre à un certain nombre de préoccupations liées à l'application de cette mesure au niveau des comptes de négociation de CFD sur le marché actuel. En particulier, comme la protection relative aux marges initiales est appliquée sur la base du sous-jacent du CFD, l'application d'une règle de clôture des positions ouvertes pour chaque position garantirait l'application efficace de la protection relative aux

⁴⁷ Voir le considérant 26, *supra*.

marges initiales pour chaque classe de sous-jacent et plafonnerait l'effet de levier offert par classe de sous-jacent. Cette approche se justifie également par l'intention de contribuer à faire en sorte que les clients non professionnels connaissent et comprennent leur exposition aux différents sous-jacents. L'ESMA a proposé initialement l'application d'une règle de clôture des positions ouvertes à 50 % de la marge initiale pour chaque position afin d'offrir une protection efficace aux clients non professionnels tout en réduisant par ailleurs la complexité du produit et en améliorant la connaissance des clients quant à leur exposition.

101. L'ESMA a pris en considération les réponses de son appel à contributions. Une grande majorité des fournisseurs, des intermédiaires et des organisations commerciales ont répondu à l'appel à contributions de l'ESMA en énumérant leurs préoccupations quant à l'application d'une règle de clôture des positions ouvertes par position. En ce qui concerne l'incidence pour les entreprises, les points clés soulevés concernaient les coûts informatiques importants liés à la mise en œuvre des mesures et les coûts permanents liés à la surveillance. De nombreuses réponses fournies par des entreprises ont également soulevé des préoccupations en ce qui concerne les clients existants familiarisés avec la clôture par compte. En outre, des répondants à l'appel à contributions de l'ESMA ont souligné que les investisseurs qui appliquent des stratégies de négociation spécifiques ne seraient plus en mesure d'utiliser efficacement ces stratégies, car les différentes positions pourraient être closes à un certain moment si les clients ne complètent pas leurs marges pour la position spécifique, entraînant par conséquent une exposition au marché imprévue s'agissant des positions restantes. Un autre argument concernant les conséquences négatives potentielles de la fermeture des positions ouvertes par position indiquait que, étant donné la clôture des positions, les clients seraient tenus de rouvrir des positions qui pourraient entraîner des coûts de négociation plus élevés.
102. Des préoccupations semblables quant aux conséquences négatives pour les investisseurs de la fermeture des positions ouvertes par position ont été évoquées dans une partie non négligeable des réponses des différents investisseurs à l'appel à contributions de l'ESMA. Les arguments les plus fréquents indiquaient qu'une règle de clôture par position affaiblirait l'utilisation de certaines stratégies de négociation et imposerait aux investisseurs de surveiller en permanence leurs positions car ils ne pourraient plus s'appuyer sur certaines couvertures qu'ils avaient mises en place.
103. La plupart des représentants de consommateurs ayant répondu à l'appel à contributions de l'ESMA étaient favorables aux mesures proposées ou ont même proposé des mesures plus strictes en ce qui concerne les CFD (telles qu'une interdiction complète de la commercialisation, de la distribution ou de la vente de ces instruments financiers aux clients non professionnels).
104. Des réponses reçues à l'appel à contributions de l'ESMA de la part d'entreprises étaient également favorables à la règle de clôture des positions ouvertes par position proposée dans l'appel à contributions. Ces entreprises ont indiqué qu'elles appliquaient déjà cette approche et qu'elles étaient satisfaites des résultats obtenus.
105. L'ESMA a réalisé une analyse des résultats escomptés des investisseurs selon l'application d'une règle de clôture des positions ouvertes par position (un CFD sera clos lorsque sa valeur tombe en-deçà de 50 % de la valeur de la marge initiale) ou selon un modèle de clôture par compte de négociation de CFD (un CFD sera clos lorsque la valeur de toutes les positions ouvertes sur CFD en rapport avec le compte de négociation ainsi que l'ensemble des fonds dans ce compte tombent en-deçà de 50 % de la valeur totale de la marge initiale pour l'ensemble de ces positions ouvertes sur CFD). Cette analyse a notamment évalué la fréquence des clôtures et l'incidence de la concentration des pertes des clients sur un portefeuille simulé de positions sur CFD selon chaque

scénario. Cette analyse n'a pas estimé de résultats chiffrés précis, ce qui témoigne de l'éventail extrêmement large de différents portefeuilles potentiels que pourrait détenir un investisseur. En revanche, l'analyse a envisagé si l'une ou l'autre des deux bases devrait en général produire de meilleurs résultats pour les investisseurs. La conclusion générale a été que le meilleur résultat d'investissement selon une clôture par position ou par compte dépend de l'évolution des prix des sous-jacents du CFD dans les portefeuilles d'investissement. Cela s'explique par le fait que, à la suite d'une clôture qui interviendrait selon un modèle mais pas selon l'autre, le prix d'un sous-jacent pourrait se rétablir ou se détériorer.

106. En général, la clôture devrait se produire légèrement plus fréquemment selon le modèle de la clôture par position, en partant du principe que le portefeuille de l'investisseur est le même dans les deux cas. Cependant, la clôture devrait être rare dans les deux scénarios, en raison de la protection relative aux marges initiales. Pour les clients avec une seule position dans leur compte de négociation de CFD, il n'existerait aucune différence entre le modèle par compte et le modèle par position. Il ressort clairement de l'appel à contributions de l'ESMA que de nombreux comptes de négociation de CFD ne comportent qu'une seule position.
107. Bien que la différence dans les résultats issus du modèle par position par rapport au modèle par compte devrait être faible pour de nombreux investisseurs (mais ne peut être quantifiée précisément en l'absence de portefeuille représentatif), les réponses à l'appel à contributions de l'ESMA ont mis en évidence d'autres raisons pour lesquelles le modèle par compte peut être plus avantageux pour certains investisseurs. D'une part, en permettant aux bénéficiaires d'une position de compenser les pertes d'une autre, un modèle par compte est favorable à un portefeuille d'investissements diversifié. D'autre part, dans la mesure où la clôture intervient moins souvent dans le modèle par compte, elle réduit la possibilité des investisseurs de supporter les coûts liés à la réouverture de positions.
108. Compte tenu de l'analyse ci-dessus et des réponses à l'appel à contributions de l'ESMA, l'ESMA a considéré qu'une règle standardisée de clôture des positions par compte à 50 % de la protection de la marge initiale totale comme mesure individuelle à prendre en plus des autres mesures décrites dans la présente décision est plus proportionnée pour appliquer une protection minimale. Cette règle devrait notamment prévoir la clôture d'un ou de plusieurs CFD selon des conditions plus favorables pour le client non professionnel afin que la valeur du compte ne tombe pas en-deçà de 50 % de la protection de la marge initiale totale payée pour conclure l'ensemble des positions ouvertes sur CFD à tout moment. La valeur du compte à cet effet devrait être déterminée par les fonds dans ce compte ainsi que par tous bénéficiaires nets non réalisés sur les CFD ouverts liés à ce compte.
109. La protection relative à la clôture des positions ouvertes proposée par l'ESMA et reprise par l'AMF dans la présente décision n'empêche pas un fournisseur d'appliquer une règle de clôture par position à 50 % de l'exigence de marge initiale pour la position au lieu d'une règle de clôture par compte : cela pourrait en effet réduire la complexité pour les clients non professionnels. En outre, en appliquant une règle de clôture par position à 50 %, le fournisseur respecterait de fait l'exigence de clôture par compte car toutes les différentes positions seront closes conformément à la règle des 50 %.

IV.3. Protection contre les soldes négatifs

110. La protection contre les soldes négatifs vise à protéger les clients non professionnels dans des circonstances exceptionnelles où l'évolution du prix du sous-jacent est suffisamment importante et brusque pour empêcher le fournisseur de clore la position comme l'exige la protection relative à la clôture des positions ouvertes, de sorte que le compte client affiche un solde négatif. En d'autres

termes, ces événements importants sur le marché peuvent entraîner un « *gapping* » et compromettre l'efficacité de la protection relative à la clôture automatique des positions ouvertes. Un certain nombre d'ANC ont constaté que, à la suite de tels événements, les clients devaient considérablement plus d'argent qu'ils n'en avaient investi, avec pour conséquence le solde négatif de leur compte de négociation de CFD⁴⁸.

111. Le but de la protection contre les soldes négatifs est de limiter les pertes maximales d'un investisseur négociant des CFD, y compris tous les frais connexes, au total des fonds destinés à la négociation des CFD qui se trouvent sur le compte de négociation des CFD du client. Cette protection devrait comprendre tous les fonds restant à payer sur ce compte en raison des bénéfices nets des CFD ouverts liés à ce compte. Un investisseur ne devrait pas supporter d'exposition supplémentaire en rapport avec ses opérations sur CFD. Les autres comptes ne devraient pas faire partie du capital de l'investisseur en situation de risque. Si un compte de négociation comprend également d'autres instruments financiers (par exemple des parts ou actions d'OPCVM ou des actions), seuls les fonds expressément destinés à la négociation de CFD, et non ceux destinés à d'autres instruments financiers, sont sous risque.
112. Le but de la protection contre les soldes négatifs est également de constituer un dispositif de sécurité en cas de conditions de marché extrêmes. L'ESMA a réalisé une analyse de l'événement du franc suisse en janvier 2015 afin d'examiner son incidence directe sur les investisseurs dans un certain nombre de scénarios⁴⁹. Ces scénarios étaient les suivants:
- i. protection contre tout solde négatif sur un compte de négociation de CFD détenu par un client non professionnel ;
 - ii. protection contre tout solde négatif sur chaque position sur CFD détenue par un client non professionnel ; et
 - iii. pas de protection contre les soldes négatifs.
113. En évaluant ces options, l'ESMA a observé que l'incidence directe sur les investisseurs liée aux différentes options en cas d'événements extrêmes sur le marché devait être mise en balance avec les coûts permanents liés à la fourniture de cette protection. En particulier, les fournisseurs de CFD feraient face à des coûts permanents imputables au capital ou à la couverture supplémentaires, dans le cadre de leur gestion des risques. Une partie de ces coûts pourraient à leur tour être répercutés sur les investisseurs eux-mêmes sous la forme de marges plus élevées ou d'autres charges.
114. Par ailleurs, un risque important de préjudice grave pour les consommateurs qui se présente en l'absence de protection contre les soldes négatifs réside dans la possibilité qu'un investisseur doive de l'argent à une entreprise à la suite d'une situation extrême du marché. Cette situation porte particulièrement préjudice aux investisseurs qui ne disposent pas de liquidités importantes⁵⁰. L'ESMA a décidé d'adopter une protection contre les soldes négatifs par compte de négociation comme moyen de remédier à cette source de préjudice grave potentiel tout en réduisant autant que possible les coûts connexes pour les entreprises et les investisseurs. En particulier, l'ESMA a considéré que l'application d'une protection contre les soldes négatifs pour chaque CFD risquait d'imposer des coûts disproportionnés pour les investisseurs et les entreprises. Si une protection

⁴⁸ ESMA, décision (UE) 2018/796, considérant 118.

⁴⁹ ESMA, décision (UE) 2018/796, considérant 119.

⁵⁰ Le préjudice causé dans une telle situation était manifeste pour le krach lié au franc suisse, lorsque certains investisseurs sont devenus involontairement responsables du paiement de dizaines de milliers d'EUR, montants qu'ils n'étaient pas en mesure de payer.

contre les soldes négatifs par position était introduite, les entreprises seraient tenues de renoncer au remboursement par le client des pertes dépassant les fonds destinés à cette position, y compris la marge initiale et toute marge supplémentaire fournies par le client. Comme la protection contre les soldes négatifs ne permettrait pas de compenser une perte importante sur d'autres positions dans le portefeuille d'un client, une règle par position augmenterait le risque de marché assumé par les entreprises. Cela entraînerait probablement un renforcement des exigences de fonds propres pour les entreprises, dont les coûts seraient probablement répercutés sur les clients non professionnels.

115. En ce qui concerne la proposition de protection contre les soldes négatifs, une majorité de fournisseurs, d'intermédiaires et d'organisations commerciales ayant répondu à l'appel à contributions de l'ESMA ont exprimé un point de vue positif. Certains fournisseurs ont demandé plus de précisions sur cette règle. Les préoccupations soulevées étaient liées à l'incidence des mesures sur les exigences de fonds propres des entreprises et à la possibilité que les clients puissent utiliser cet élément pour spéculer contre les fournisseurs en ouvrant deux positions opposées auprès du même intermédiaire sur des comptes différents. Les représentants des consommateurs ayant répondu à l'appel à contributions de l'ESMA et à la consultation publique de l'AMF ont accueilli favorablement les mesures proposées, y compris la protection contre les soldes négatifs. En général, les particuliers qui ont répondu à l'appel à contributions de l'ESMA et ont fait explicitement référence dans leur réponse aux propositions de protection contre les soldes négatifs ont accueilli favorablement ces propositions.

116. L'AMF a examiné les effets pour les fournisseurs de CFD d'une protection contre les soldes négatifs ainsi que le préjudice considérable pour les clients non professionnels qui peuvent se présenter en l'absence de cette protection. L'AMF considère que, globalement, la protection contre les soldes négatifs par compte répond au problème de protection des investisseurs et qu'elle est proportionnée.

IV.4. Avertissements sur les risques

117. Une autre mesure visant à prévenir les risques pour les clients non professionnels en ce qui concerne les CFD consiste à imposer la fourniture d'avertissements sur les risques standardisés et efficaces, propres aux entreprises, y compris des informations sur le pourcentage de pertes relatifs aux comptes de clients non professionnels. Comme mentionné précédemment, plusieurs ANC ont indiqué la faible qualité des avertissements sur les risques fournis aux clients et signalé que des fournisseurs de CFD omettaient souvent d'exposer clairement la nature complexe et extrêmement risquée de ces produits. En particulier, les avertissements sur les risques n'expliquent souvent pas clairement la possibilité de pertes rapides qui peuvent être supérieures aux fonds investis par les clients, ou les messages sont affaiblis par le mode de présentation des avertissements ou par des déclarations sur les bénéfices éventuels.

118. Dans leurs réponses à l'appel à contributions de l'ESMA, seule une minorité de fournisseurs et d'intermédiaires se sont opposés à l'introduction d'un avertissement sur les risques standardisé. Certaines entreprises ont souligné qu'elles préféraient un pourcentage de pertes propre à l'entreprise plutôt qu'un avertissement plus standardisé. Les représentants des consommateurs ayant répondu à l'appel à contributions de l'ESMA étaient mitigés, près de la moitié des réponses indiquant qu'ils étaient favorables à des mesures plus strictes sur les CFD (par exemple une interdiction). Les représentants des consommateurs qui ont explicitement mentionné l'avertissement sur les risques dans leur réponse ont accueilli favorablement la proposition, pour autant qu'elle soit envisagée en association avec les autres mesures proposées. Par ailleurs, dans

leurs réponses à la consultation publique de l'AMF, aucun répondant ne s'est opposé au maintien au niveau national d'un avertissement standardisé sur les risques.

119. Les avertissements sur les risques propres aux entreprises introduits dans la présente décision fourniront aux clients des informations essentielles sur ces produits particuliers, à savoir le pourcentage de comptes de clients non professionnels perdant de l'argent dans la négociation des CFD. Une étude a constaté qu'un avertissement sur les risques standardisé améliorerait considérablement la compréhension du produit par le client non professionnel, y compris la possibilité de perdre des montants supérieurs au montant des fonds investis et la probabilité de réaliser un bénéfice⁵¹.
120. L'exigence que les fournisseurs indiquent le pourcentage de comptes de clients non professionnels en situation de perte est destinée à compenser la tendance des fournisseurs de CFD à mettre en évidence les bénéfices potentiels par rapport aux pertes.
121. En outre, les avertissements devraient aider les clients non professionnels à décider en connaissance de cause s'ils souhaitent ou non investir dans un produit davantage susceptible d'entraîner une perte qu'un bénéfice.
122. Afin d'avertir les investisseurs du risque de pertes lié à l'investissement dans les CFD, l'AMF considère que chaque fournisseur de CFD doit informer ses clients du pourcentage de clients non professionnels ayant subi des pertes dans la négociation de CFD au cours des 12 derniers mois. Afin que ce chiffre soit à jour, ce calcul devrait être actualisé trimestriellement. Le pourcentage indiqué devrait être présenté de manière simple et claire et faire partie de l'avertissement sur les risques dans chaque communication du fournisseur.
123. Afin de déterminer si un compte de client a perdu de l'argent, les pertes et profits réalisés et latents doivent être pris en considération. Les pertes et profits réalisés portent sur les positions sur CFD closes au cours de la période de calcul. Les pertes et profits non réalisés portent sur la valeur des positions ouvertes au terme de la période de calcul. Afin de présenter une vue complète du pourcentage de comptes ayant débouché sur un bénéfice ou une perte, tous les coûts liés à la négociation des CFD doivent être pris en considération dans le calcul.
124. Pour les fournisseurs de CFD établis récemment et ceux qui n'ont pas ouvert de position sur CFD au cours des 12 derniers mois, il n'est pas possible de calculer ce pourcentage pour cette période. La présente décision prévoit pour ces entreprises un avertissement sur les risques standardisé dans lequel il est fait mention des pourcentages constatés par les ANC dans leurs études existantes.
125. Comme mentionné ci-dessus, presque tous les fournisseurs ayant répondu à l'appel à contributions de l'ESMA ont émis un avis favorable ou neutre à l'égard d'un avertissement sur les risques standardisé et aucun répondant à la consultation publique engagée par l'AMF n'a émis de commentaire particulier concernant cet avertissement. Les répondants à l'appel à contributions de l'ESMA qui ont émis un avis négatif ont soit mis en question l'efficacité d'un avertissement sur les risques, soit contesté les pourcentages constatés par les études des ANC. Un commentaire souvent formulé en réponse à l'appel à contributions de l'ESMA est que les entreprises ont demandé une version plus condensée de l'avertissement sur les risques, qui pourrait être utilisée pour la commercialisation en ligne par les entreprises.
126. L'ESMA a envisagé la possibilité d'imposer un avertissement sur les risques générique indiquant uniquement le risque que les clients non professionnels peuvent perdre rapidement de l'argent en

⁵¹ ESMA, décision (UE) 2018/796, considérant 127.

raison de l'effet de levier des CFD ou un avertissement sur les risques plus spécifique fondé sur les pertes moyennes des clients non professionnels sur la base des études des ANC. La première option a été rejetée parce qu'elle n'attirait pas suffisamment l'attention des clients non professionnels sur le risque réel, propre à la négociation de CFD. La seconde option a été rejetée car ces études ne rendent compte d'aucune spécificité (par exemple une entreprise n'offrant que certains types de CFD). Bien que l'approche du calcul propre aux entreprises puisse être plus lourde pour les fournisseurs qu'un avertissement sur les risques génériques, conformément aux réactions reçues dans le cadre de l'appel à contributions, l'ESMA a considéré que ces calculs sont nécessaires pour avertir correctement les investisseurs du risque de pertes.

127. Un risque des pourcentages de pertes propres aux entreprises, reconnu par l'ESMA et les ANC, est lié à l'utilisation de ces pourcentages à des fins de commercialisation, contrairement à l'objectif initial, à savoir l'avertissement sur les risques. C'est pourquoi les ANC vérifient que les entreprises d'investissement n'utilisent pas les pourcentages propres aux entreprises de façon inappropriée et examineront l'application de cette mesure.
128. L'AMF considère, comme l'ESMA, qu'une approche proportionnée consiste à adapter l'avertissement sur les risques aux modes de communication utilisés. C'est pourquoi un avertissement sur les risques abrégé pour les communications via un média non durable, comme des applications mobiles ou des publications sur les médias sociaux, est prévu dans la présente décision. Les fournisseurs de CFD ont par ailleurs connu des difficultés techniques dans le cadre de l'utilisation de l'avertissement sur les risques abrégé imposé par l'ESMA, en raison du nombre limité de caractères imposés par des tiers prestataires de services de communication pour des communications réalisées par d'autres moyens que des supports durables ou des pages internet⁵². Par conséquent, un avertissement sur les risques contenant un nombre réduit de caractères est introduit dans la présente décision. Cet avertissement ne vise pas à remplacer l'avertissement sur les risques abrégé et n'est censé n'être utilisé que dans les cas dans lesquels la tierce partie sur laquelle s'est appuyé un fournisseur de CFD pour commercialiser le produit impose une limite de caractères qui n'est pas compatible avec le nombre de caractères compris dans les avertissements sur les risques. L'avertissement sur les risques contenant un nombre réduit de caractères fournit aux clients de détail des informations sur le pourcentage de comptes de CFD de clients de détail qui perdent de l'argent. Cependant, afin d'attirer pleinement l'attention des clients sur l'opportunité de prendre ou non le risque élevé de perdre leur argent lorsqu'ils investissent dans des CFD, la présente décision impose que toute communication incluant l'avertissement sur les risques contenant un nombre réduit de caractères inclue également un lien direct vers une page internet du fournisseur de CFD dans laquelle figure l'avertissement requis pour les supports durables ou les pages internet.
129. L'AMF a examiné les effets pour les fournisseurs de CFD d'un avertissement standardisé sur les risques. Cette mesure reprenant les mesures précédemment imposées par l'ESMA, l'AMF considère que, globalement, cette exigence répond au problème de protection des investisseurs et qu'elle est proportionnée.

IV.5. Interdiction des avantages monétaires et non monétaires

130. Une dernière mesure visant à prévenir les risques liés à la distribution de CFD aux clients non professionnels consiste en une interdiction des avantages monétaires (par exemple les « primes de négociation ») et de certains types d'avantages non monétaires. Les promotions financières offrant des primes ou d'autres incitations à la négociation des CFD détournent souvent les clients non

⁵² ESMA, décision (UE) 2018/1636, considérant 12.

professionnels de la nature extrêmement risquée des produits CFD. Elles attirent des clients non professionnels qui sans cela pourraient choisir de ne pas investir dans ces produits. Ces avantages dépendent souvent du dépôt de fonds sur le compte par le client ou de l'exécution par celui-ci d'un certain volume de transactions.

131. Toutefois, l'interdiction de ces avantages ne porte pas sur les outils d'information et de recherche fournis aux clients non professionnels pour autant qu'ils concernent les CFD (à l'exclusion des avantages non monétaires), car ils aident les clients dans la prise de décision.

132. Une majorité des réponses des fournisseurs, des organisations commerciales et des intermédiaires à l'appel à contributions de l'ESMA étaient favorables aux mesures concernant l'incitation vis-à-vis des clients. Les représentants des consommateurs qui ont explicitement mentionné ces mesures en répondant à l'appel à contributions de l'ESMA étaient également positifs. Par ailleurs, aucun des répondants à la consultation publique de l'AMF ne s'est montré défavorable à cette mesure et à son maintien au niveau national. Compte tenu des risques posés aux clients non professionnels par ces avantages, l'AMF considère qu'il est nécessaire et proportionné de les restreindre.

IV.6. Proportionnalité générale

133. En dépit des instruments non contraignants développés par l'ESMA et des mesures législatives et réglementaires adoptées en France dans ce domaine⁵³, le préjudice subi par les clients non professionnels lié à la commercialisation, à la distribution ou à la vente de CFD s'est poursuivi au cours des dernières années.

134. La présente décision est ainsi nécessaire et proportionnée pour répondre à l'important problème de protection des investisseurs identifié. En général, elle devrait réduire les pertes anormales et importantes enregistrées par les clients non professionnels sur les CFD ainsi qu'améliorer la connaissance des clients quant aux risques liés à ces produits. Les avantages de la réponse au problème recensé de protection des investisseurs de la façon proposée l'emportent sur les conséquences potentielles pour les fournisseurs de CFD, y compris les coûts de mise en œuvre associés au respect de ces exigences et la réduction potentielle des revenus des fournisseurs de CFD (via de moindres volumes de transaction, de moindres frais de transaction payés par les clients et de moindres pertes enregistrées par les clients), étant en particulier considéré l'application continue, depuis le 1^{er} août 2018, de mesures similaires par l'ESMA dans l'ensemble de l'Union Européenne.

135. La présente décision énonce des exigences qui visent à fournir un niveau minimal de protection aux clients non professionnels, cohérent avec celui précédemment défini par l'ESMA, qui s'ajoute aux exigences en vigueur. Elle n'est pas destinée à empêcher les fournisseurs de CFD d'assurer un niveau de protection plus élevé, par exemple en appliquant des exigences de marges initiales plus élevées.

V. Absence d'effet discriminatoire (Article 42(2)(e) du Règlement MiFIR)

136. Au regard des risques identifiés, du type et du nombre d'investisseurs concernés, des positions précédemment exprimées par l'ESMA concernant la commercialisation à des clients non professionnels des CFD et des mesures adoptées par l'ESMA⁵⁴ ou certains Etats membres de l'Union afin de limiter les risques présentés par les CFD pour les clients non professionnels et

⁵³ Voir *supra*, considérant 2 de la présente décision.

⁵⁴ Décision (UE) 2018/796 de l'ESMA du 22 mai 2018 ; Décision (UE) 2018/1636 de l'ESMA du 23 octobre 2018; Décision (UE) 2019/155 de l'ESMA du 23 janvier 2019 et Décision (UE) 2019/679 de l'ESMA du 17 avril 2019.

compte tenu du fait que la commercialisation, la distribution et la vente de CFD s'opère très largement de manière transfrontalière et que, en vertu des dispositions des articles L. 621-2, I, alinéa 2 et L. 621-13-7, I du code monétaire et financier et de l'article 42 du Règlement MiFIR, l'AMF ne dispose du pouvoir de restreindre ou d'interdire la commercialisation, la distribution et la vente de certains produits que pour autant que cette activité s'exerce en France ou à partir de la France, l'AMF estime que la mesure d'interdiction envisagée prévoit un traitement équivalent concernant la commercialisation, la distribution ou la vente de CFD indépendamment de l'Etat Membre à partir duquel ces services ou activités sont fournis et n'a pas d'effet discriminatoire sur les services ou activités fournis depuis un autre Etat Membre, conformément aux dispositions de l'article 42(2)(e) du Règlement MiFIR.

VI. Consultation et avis (Articles 42(2)(d) et (f), 42(3) et 42(5) du Règlement MIFIR)

137. Conformément aux dispositions du point d) du paragraphe 2 de l'article 42 du Règlement MiFIR, l'AMF a consulté les autres autorités compétentes des Etats Membres qu'elle estime susceptibles d'être notablement affectés par cette décision, à savoir les autorités belges, chypriotes, lettones et britanniques (les autorités chypriotes et lettones supervisant des acteurs ayant commercialisé et diffusé des publicités pour des CFD en France en 2017, et le Royaume-Uni ayant une industrie développée et active s'agissant des CFD).
138. Conformément aux dispositions du paragraphe 3 de l'article 42 du Règlement MiFIR, l'AMF a, un mois avant la date d'entrée en vigueur de la présente décision, informé en détail et par écrit l'ESMA et les autres autorités nationales compétentes : a) de l'instrument financier sur lequel porte cette décision, b) de la nature exacte de l'interdiction et de la date de sa prise d'effet, et c) des éléments concrets sur lesquels elle fonde sa décision et qui démontrent que chacune des conditions visées au paragraphe 2 de l'article 42 du Règlement MiFIR est remplie.
139. Conformément aux dispositions du point f) du paragraphe 2 de l'article 42 du Règlement MiFIR, l'AMF n'a pas consulté les instances publiques compétentes pour la surveillance, la gestion et la régulation des marchés agricoles physiques conformément au règlement (CE) n° 1234/2007, dans la mesure où elle estime que les CFD visés par la présente décision ne constituent pas une menace grave pour le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés agricoles physiques concernés. Elle en a néanmoins informé ces instances de cette décision.
140. Conformément aux dispositions du paragraphe 3 de l'article 42 du Règlement MiFIR, l'AMF publie sur son site internet un avis, décrivant de façon détaillée cette décision, précisant sa date d'entrée en application et indiquant les éléments concrets sur lesquels elle s'est fondée pour estimer que chacune des conditions visées au paragraphe 2 de l'article 42 du Règlement MiFIR est remplie.

VII. Décision

141. Sur le fondement des articles L. 621-13-7, I et L. 621-2, alinéa 2 du code monétaire et financier, de l'article 42 du règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 « concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 » et de l'article 21 du règlement (UE) 2017/567 du Conseil du 18 mai 2016 « complétant le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les définitions, la transparence, la compression de portefeuille et les mesures de surveillance relatives à l'intervention sur les produits et aux positions », l'AMF décide ce qui suit :

« Article premier

Définitions

Aux fins de la présente décision, on entend par :

- a) « *contrat financier avec paiement d'un différentiel* » ou « *CFD* » : un instrument dérivé (au sens de l'article 2, paragraphe 1, 29 du règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers), autre qu'une option, un contrat à terme, un contrat d'échange et un accord de taux futurs, dont le but est de donner au détenteur une exposition longue ou courte aux fluctuations du prix, du niveau ou de la valeur d'un sous-jacent, qu'il soit ou non négocié sur une plateforme de négociation, et qui doit être réglé en espèces ou peut être réglé en espèces à la demande d'une des parties pour des raisons autres qu'une défaillance ou un autre incident provoquant la résiliation ;
- b) « *avantage non monétaire exclu* » : tout avantage non monétaire autre que l'utilisation d'outils d'information et de recherche, pour autant qu'ils concernent des CFD ;
- c) « *marge initiale* » : tout paiement aux fins de conclure un CFD, à l'exclusion des commissions, frais de transaction et tout autre coût connexe ;
- d) « *protection relative aux marges initiales* » : la marge initiale déterminée par l'annexe I ;
- e) « *protection relative à la clôture des positions ouvertes* » : la clôture d'une ou de plusieurs positions sur CFD ouvertes par le client aux conditions les plus favorables pour celui-ci conformément aux articles 24 et 27 de la directive 2014/65/UE lorsque la somme des fonds sur le compte de négociation des CFD et des gains nets latents de toutes les positions ouvertes sur CFD liés à ce compte représente moins de la moitié de la protection relative aux marges initiales totale pour l'ensemble de ces positions ouvertes sur CFD ;
- f) « *protection contre les soldes négatifs* » : la limitation de l'exposition totale d'un client non professionnel, pour tous les CFD liés à son compte au montant des fonds figurant sur ce compte au titre des CFD.

Article 2

Restriction des CFD à l'égard des clients non professionnels

La commercialisation, la distribution ou la vente de CFD aux clients non professionnels est limitée aux cas dans lesquels toutes les conditions suivantes sont remplies :

- a) le fournisseur de CFD impose au client non professionnel de payer la protection relative aux marges initiales ;
- b) le fournisseur de CFD fournit au client non professionnel la protection relative à la clôture des positions ouvertes ;

- c) le fournisseur de CFD fournit au client non professionnel la protection contre les soldes négatifs ;
- d) le fournisseur de CFD n'offre pas au client non professionnel, directement ou indirectement, un paiement, un avantage monétaire ou un avantage non monétaire exclu en lien avec la commercialisation, la distribution ou la vente d'un CFD, autre que les gains réalisés sur tout CFD fourni ; et
- e) le fournisseur de CFD n'adresse pas, directement ou indirectement, une communication ni ne publie d'information accessible à un client non professionnel concernant la commercialisation, la distribution ou la vente d'un CFD, à moins qu'il n'inclue l'avertissement approprié sur les risques, spécifié par les conditions énoncées à l'annexe II et conformément à celles-ci.

Article 3

Interdiction de participation à des activités de contournement

Il est interdit de participer en connaissance de cause à des activités ayant pour objet ou pour effet de contourner les exigences énoncées à l'article 2.

Article 4

Entrée en vigueur et application

1. La présente décision entre en application le jour de sa publication sur le site internet de l'AMF et s'applique aux actes postérieurs à cette date, conformément aux dispositions de l'article 42, paragraphe 5 du Règlement MiFIR.
2. La présente décision demeure applicable jusqu'à sa révocation par l'AMF dans les conditions déterminées à l'article 42, paragraphe 6 du Règlement MiFIR. »

ANNEXE I - POURCENTAGES DE MARGE INITIALE PAR TYPE DE SOUS-JACENT

- a) 3,33 % de la valeur notionnelle du CFD lorsque la paire de devises sous-jacente est composée de deux des devises suivantes: dollar US, euro, yen japonais, livre sterling, dollar canadien ou franc suisse ;
- b) 5 % de la valeur notionnelle du CFD lorsque l'indice sous-jacent, la paire de devises ou la matière première est :
 - (i) un des indices d'actions suivants: Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100); cotation assistée en continu 40 (CAC 40); Deutsche Bourse AG German Stock Index 30 (DAX30); Dow Jones Industrial Average (DJIA); Standard & Poors 500 (S&P 500); indice NASDAQ Composite (NASDAQ), indice NASDAQ 100 (NASDAQ 100); indice Nikkei (Nikkei 225); Standard & Poors/Australian Securities Exchange 200 (ASX 200); indice EURO STOXX 50 (EURO STOXX 50) ;
 - (ii) une paire de devises composée d'au moins une devise qui n'est pas énumérée au point a) ci-dessus ; ou
 - (iii) l'or ;
3. 10 % de la valeur notionnelle du CFD si la matière première ou l'indice d'actions sous-jacent est une matière première ou un indice d'actions autre que ceux énumérés au point b) ci-dessus ;
4. 50 % de la valeur notionnelle du CFD si le sous-jacent est un actif numérique mentionné au 2° de l'article L. 54-10-1 du code monétaire et financier ; ou
5. 20 % de la valeur notionnelle du CFD si le sous-jacent :
 - (i) est une action ; ou
 - (ii) n'est pas mentionnée par ailleurs dans la présente annexe.

ANNEXE II - AVERTISSEMENTS SUR LES RISQUES

SECTION A - Conditions de l'avertissement sur les risques

1. L'avertissement sur les risques est présenté de façon à être mis en évidence, dans une police de caractères au moins égale à la taille de police de caractères principale et dans la même langue que celle utilisée dans la communication ou l'information publiée.
2. Si la communication ou l'information est publiée sur un support durable ou sur une page internet, l'avertissement sur les risques est présenté au format spécifié à la section B.
3. Si la communication ou l'information publiée apparaît sur un support autre qu'un support durable ou une page internet, l'avertissement sur les risques est présenté au format spécifié à la section C.
4. À titre de dérogation aux points 2 et 3, si le nombre de caractères contenus dans l'avertissement sur les risques présenté au format spécifié à la section B ou C dépasse le nombre maximal de caractères autorisés dans les conditions générales d'un tiers prestataire de services de communication, l'avertissement sur les risques peut, en lieu et place, être présenté au format spécifié à la section D.
5. Si l'avertissement sur les risques spécifié à la section D est utilisé, la communication ou les informations publiées doivent également inclure un lien direct vers la page internet du fournisseur de CFD contenant l'avertissement sur les risques au format spécifié à la section B.
6. L'avertissement sur les risques comporte un pourcentage actualisé de la perte propre au fournisseur sur la base d'un calcul du pourcentage des comptes de négociation de CFD fournis aux clients non professionnels par le fournisseur de CFD qui ont perdu de l'argent. Ce calcul est effectué tous les trois mois et couvre la période de 12 mois précédant la date à laquelle il a été effectué (« période de calcul de 12 mois »). Aux fins de ce calcul :
 - a) un compte de négociation de CFD d'un client non professionnel particulier est réputé avoir perdu de l'argent si le montant de tous les gains nets réalisés et latents sur les CFD liés au compte de négociation au cours de la période de calcul de 12 mois est négatif ;
 - b) tous les coûts portant sur les CFD liés au compte de négociation des CFD sont inclus dans le calcul, y compris tous les frais, charges et commissions ;
 - c) les éléments suivants sont exclus du calcul :
 - (i) tout compte de négociation de CFD qui n'a pas eu de position ouverte sur CFD au cours de la période de calcul ;
 - (ii) tout gain ou perte relatif à des produits autres que les CFD liés au compte de négociation de CFD ;
 - (iii) tout dépôt ou retrait de fonds sur le compte de négociation des CFD.

7. À titre de dérogation aux points 2 à 6, si au cours de la dernière période de calcul de 12 mois, un fournisseur de CFD n'a ouvert aucune position sur CFD liée à un compte de négociation de CFD d'un client non professionnel, ce fournisseur de CFD doit utiliser l'avertissement sur les risques standard au format spécifié aux sections E à G, selon le cas.

SECTION B - Avertissement sur les risques propres au fournisseur sur un support durable ou une page internet

Les CFD sont des instruments complexes et présentent un risque élevé de perte rapide en capital en raison de l'effet de levier.

[Insérer le pourcentage par fournisseur] % de comptes d'investisseurs non professionnels perdent de l'argent lors de la négociation de CFD avec ce fournisseur.

Vous devez vous assurer que vous comprenez comment les CFD fonctionnent et que vous pouvez vous permettre de prendre le risque probable de perdre votre argent.

SECTION C - Avertissement sur les risques abrégés propre au fournisseur

[Insérer le pourcentage par fournisseur] % de comptes d'investisseurs non professionnels perdent de l'argent lors de la négociation de CFD avec ce fournisseur.

Vous devez vous assurer que vous pouvez vous permettre de prendre le risque élevé de perdre votre argent.

SECTION D - Avertissement sur les risques propres au fournisseur contenant un nombre réduit de caractères

[Insérer le pourcentage par fournisseur] % de comptes CFD d'investisseurs non professionnels perdent de l'argent.

SECTION E - Avertissement sur les risques standard sur un support durable ou une page internet

Les CFD sont des instruments complexes et présentent un risque élevé de perte rapide en capital en raison de l'effet de levier.

Entre 74 et 89 % des comptes d'investisseurs non professionnels perdent de l'argent lors de la négociation de CFD.

Vous devez vous assurer que vous comprenez comment les CFD fonctionnent et que vous pouvez vous permettre de prendre le risque élevé de perdre votre argent.

SECTION F - Avertissement sur les risques standard abrégé

Entre 74 et 89 % des comptes d'investisseurs non professionnels perdent de l'argent lors de la négociation de CFD.

Vous devez vous assurer que vous pouvez vous permettre de prendre le risque élevé de perdre votre argent.

SECTION G - Avertissement standard sur les risques contenant un nombre réduit de caractères

74-89 % des comptes CFD d'investisseurs non professionnels perdent de l'argent.