

Les investisseurs face aux instruments financiers complexes : observations de droit comparé

La crise financière a déclenché un vaste débat concernant les faiblesses du dispositif de protection des investisseurs contre les risques engendrés par les instruments financiers complexes. Une série de projets de réforme développés à cette occasion propose une riche palette de solutions. Il s'agit notamment d'avertissements obligatoires, de fiches d'information standardisées, de compétences attribuées aux autorités de surveillance pour intervenir sur la structure des produits ou bien encore de l'interdiction de commercialiser certains produits jugés trop complexes. Parmi ces propositions, celle visant au renforcement de la responsabilité du particulier par le biais d'un « document d'informations clés » permettant une meilleure appréhension de la complexité d'un produit d'investissement et des risques qu'il comporte, semble la plus prometteuse.



Par Franca CONTRATTO

Assistant Professor of Financial
Market Law
Université de Zurich

→ 4601

I. – INTRODUCTION

L'apparition des instruments financiers complexes est un phénomène relativement récent, ces instruments ayant conquis le marché d'investissement de détail au cours des années 2000. Il s'agit de produits de placement structurés de manière extrêmement variée et dont il est souvent difficile d'appréhender pleinement les risques inhérents. Bien que ces produits aient connu une croissance très importante sur les marchés d'investissement de détail, les autorités publiques ont mis du temps avant de les prendre en compte. La crise financière et l'ampleur des pertes subies par de très nombreux investisseurs ont toutefois bouleversé l'état des choses. La pression politique a contraint les législateurs dans le monde entier à reconsidérer en profondeur les dispositifs de protection des investisseurs de détail et à traiter plus particulièrement le problème des produits financiers complexes. Au-delà du paradigme de la transparence qui reste au cœur de la réglementation des marchés financiers, les réformes réglementaires en cours semblent pencher en faveur de nouvelles mesures plus interventionnistes, telles que les interdictions de produits jugés trop complexes.

Les différentes réformes réglementaires nationales et supranationales en Europe ainsi que l'état actuel et les perspectives de *lege ferenda* en droit Suisse, doivent faire l'objet d'une analyse. Les solutions développées par les acteurs de l'industrie financière en réponse au problème de la complexité des produits financiers doivent également être discutées avant de conclure par quelques remarques critiques.

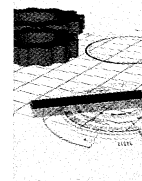
II. – ÉVOLUTION STRUCTURELLE DES MARCHÉS

Au cours des décennies passées, des transformations profondes ont entraîné toute une série de risques micro et macroéconomiques sur les marchés financiers. Ces évolutions ont concerné non seulement les produits d'investissement et les modalités de leur distribution mais encore et surtout le modèle de l'investisseur type sur les marchés.

A. – La démocratisation des marchés

En ce qui concerne les investisseurs actifs sur les marchés, on a récemment pu constater un phénomène appelé « démocratisation » des marchés financiers. Une grande partie de la classe moyenne, qui traditionnellement déposait ses avoirs sur des comptes d'épargne, investit désormais sur les marchés financiers. Ce changement de comportement a plusieurs causes.

En premier lieu, l'avancement technologique a grandement contribué au décloisonnement des marchés. Le saut quantique technologique apporté par l'utilisation d'Internet a largement contribué à l'ouverture de l'accès des marchés financiers aux particuliers. L'épargne est devenue beaucoup plus mobile et plus performante, le smartphone et des tablettes tactiles autorisant une réduction du temps de réaction et du coût des transactions. En outre, l'information financière est devenue non seulement plus importante que par le passé, mais aussi plus facilement accessible, permettant un renforcement de la position des investisseurs de détail.



En deuxième lieu, les problèmes liés au financement des institutions de prévoyance vieillesse et l'évolution démographique ont contraint la population active à consacrer une partie des revenus du travail salarié à l'épargne retraite. En conséquence, les différentes modalités de placements de capital ont pris de l'importance.

En dernier lieu, dans un contexte dans lequel les taux d'intérêt sont extrêmement bas, les particuliers ont délaissé leur livret d'épargne au profit de produits de placement complexes dont le rendement est plus intéressant. De ce point de vue, les épargnants d'hier sont en quelque sorte devenus les investisseurs d'aujourd'hui.

Tels sont les facteurs qui ont contribué à la « démocratisation des marchés financiers ». L'ouverture de l'investissement boursier à presque toutes les couches sociales engendrant une grande hétérogénéité des investisseurs actifs sur les marchés (Niamh Moloney, *Investor Model Underlying the EU Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, *European Business Organization Law Review* 13 [2012], pp. 169-193).

B. – La commercialisation des produits d'investissements complexes

Les évolutions structurelles des marchés apparaissent aussi sous la forme de produits innovateurs, l'innovation prenant différentes formes. Les profils de risque des produits existants ont ainsi été modifiés par la création de certificats de protection du capital garanti ou bien encore de certificats d'optimisation de la performance. D'autres créations innovatrices, comme les *Exchange Traded Funds* (ETF), ont répondu aux besoins de diversification. Enfin, des solutions ont été trouvées afin de permettre des placements indirects dans les marchés alternatifs, à l'instar du marché des matières premières par le biais des *Exchange Traded Commodities* (ETC).

À l'origine, la plupart de ces produits ont été créés pour le marché interbancaire ou professionnel. La vraie évolution réside dans le fait que ces instruments extrêmement complexes se sont établis aussi dans le cadre des marchés d'investissement de détail. Les experts sont unanimes sur le fait qu'il existe des tensions entre la complexité croissante des produits financiers d'une part, et la formation financière de « l'investisseur moyen » relativement modeste, d'autre part (Célérier C., Vallée B., *Le marché européen des produits structurés : innovation, concurrence et complexité*, Étude de l'Observatoire de l'Épargne Européenne, juin 2012 ; Henry T.C. Hu, *Too Complex to Depict? Innovation, Pure Information and the SEC Disclosure Paradigm*, *Texas Law Review*, Vol. 90 No. 7 2012).

Au fil des années, le marché des investissements de détail a connu une formidable croissance. En juillet 2012, la Commission européenne chiffrait le volume du marché d'investissement de détail – y compris les produits structurés, les fonds de placements UCITS et alternatifs ainsi que les assurances-vie liées ou mixtes – à 10 billions d'Euros (Communiqué Comm. UE n° IP/12/72, 3 juill. 2012, <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-736_fr.htm?locale=fr>). Une caractéristique supplémentaire de ce marché est sa nature vraiment « européenne ». Aujourd'hui, on trouve ces produits dans dix-huit pays européens, la Suisse et la Belgique étant en tête au regard du taux de pénétration (plus de 4 % de tous les placements). Ce phénomène important et rapide de commercialisation peut aussi être attribué à la faiblesse de la réglementation de la publicité – jusqu'à

présent – pour les produits financiers. C'est ce régime libéral qui explique aujourd'hui encore la présence de messages publicitaires bariolés et souvent tapageurs dans la presse.

C. – Les enjeux

La complexité accrue des produits de placement soulève de réels problèmes.

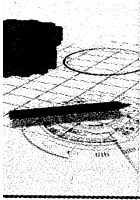
Tout d'abord, la structure des produits est devenue tellement complexe que la très grande majorité de la population est dans l'incapacité d'appréhender correctement leur fonctionnement technique, c'est-à-dire de cerner leur profil de risques et de rendements. Un sondage très large (6000 ressortissants dans huit pays européens) mandaté par la Commission européenne a clairement confirmé que la vaste majorité des investisseurs de détail ne peut réellement cerner la véritable nature des produits et ni comprendre les risques liés à leur achat (*Consumer Decision-Making in Retail Investment Services, A Behavioural Economics Perspective*, Final Report, novembre 2010, pp. 131-224). L'hypothèse a été avancée selon laquelle les fournisseurs de produits utiliseraient leur complexité afin d'exploiter les biais cognitifs des investisseurs (Bruce Ian Carlin/Gustavo Manso, *Obfuscation, Learning, and the Evolution of Investor Sophistication*, 2011 *The Review of Financial Studies* 24/3, pp. 755-785). Des analyses empiriques ont montré que la compétition croissante sur un marché favorise l'accroissement de la complexité des produits émis (Célérier C., Vallée B., *What Drives Financial Complexity? A Look into the European Retail Structured Products Market*, Paris, 2012 Finance Meeting EUROFIDAI-AFFI-Paper, <<http://ssrn.com/abstract=2082106>>, p. 4).



La structure des produits est devenue tellement complexe que la très grande majorité de la population est dans l'incapacité d'appréhender correctement leur fonctionnement technique, c'est-à-dire de cerner leur profil de risques et de rendements.

Ensuite, les investisseurs sont exposés à des risques de contrepartie qui sont devenus très concrets lors de la faillite de Lehman Brothers. En Suisse, plus de 20 000 investisseurs de détail – la majorité détenant des produits structurés « à capital garanti » dans leur dépôt-titres – ont subi un dommage s'élevant au total à plus de 4 milliards de Francs Suisses (Rapport non-publié de l'autorité de surveillance FINMA ; cité par « *Der Sonntag* », 15 oct. 2008, <www.sonntagonline.ch/ressort/wirtschaft/1908>). Dans ce contexte, la pratique du « *white labelling* », qui consiste à faire figurer exclusivement le logo du distributeur sur la documentation de vente concernant le produit d'un émetteur tiers, a fait l'objet de critiques. En effet, cette pratique incite l'investisseur à penser qu'il encourt un risque de contrepartie à l'égard du distributeur et non à l'égard de l'émetteur.

Enfin, au lieu de s'interroger sur l'intérêt d'un produit par rapport à leurs besoins et au regard des informations à leur disposition, les investisseurs dans leur grande majorité s'en remettent à leur conseiller financier pour faire des choix – sans se rendre forcément compte du rôle ambivalent de ce dernier (*Consumer Decision-Making*, op.cit., p. 3, pp. 131-224). Or, les systèmes actuels de rémunération des conseillers financiers sont liés au volume des produits vendus. L'existence d'un conflit d'intérêts peut favoriser des cas



de commercialisation inappropriée. De plus, on observe souvent un manque éblouissant de transparence concernant les coûts d'un produit. Des recherches empiriques sur les produits structurés ont montré que ces derniers présentaient des « coûts cachés » jusqu'à 8 % de leur valeur à l'émission (Brian J. Henderson/Neil D. Pearson, The dark side of financial innovation: A case study of the pricing of a retail financial product, 2011 Journal of Financial Economics 100/2, pp. 227-247).

Les conséquences négatives engendrées par ces problèmes structurels sont visibles sur les marchés d'investissement de détail. La Commission européenne a dû constater une vraie crise de confiance (Communiqué Comm. UE n° IP-12-736, 3 juill. 2012, <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-736_fr.htm>), les statistiques confirmant clairement ce constat : après la crise, les retraits des investisseurs de détail ont représenté 2000 milliards d'euros (Communication de la Commission au Parlement Européen et au Conseil, Produits d'investissement de détail, 30 avr. 2009, COM(2009) 204 final, p. 3, <http://ec.europa.eu/internal_market/finances-retail/docs/investment_products/29042009_communication_fr.pdf>) !

III. – LES APPROCHES LÉGALES

A. – La réglementation en Europe : vue synthétique et comparative

1° Réglementations nationales en Europe

Les législateurs nationaux en Europe ont adopté diverses approches afin de maîtriser les problèmes liés aux produits financiers complexes :

- Une première stratégie consiste en l'interdiction – au moins temporaire – de distribuer ou de commercialiser certains produits jugés trop complexes. C'est la stratégie actuellement poursuivie en Belgique et en Norvège. L'autorité de surveillance norvégienne a adopté des règles contraignantes dès 2008 afin d'interdire la distribution de produits structurés aux investisseurs non-professionnels (Kreditilsynet, circular 4/2008, 1 mars 2008 ; Kreditilsynet tightens up on structured products, 12 févr. 2008, <<http://finansstilsynet.no/en/Secondarymenu/Documents/Press-releases/Kreditilsynet-tightens-up-on-structured-products>>). En Belgique, en revanche, le « ban » des produits structurés ne repose pas encore sur une réglementation mais sur un moratoire volontaire initié par l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA). Le moratoire en application duquel les distributeurs ont volontairement renoncé à commercialiser des produits structurés complexes est entré en vigueur en août 2011 et s'appliquera jusqu'à l'adoption d'une réglementation concernant la commercialisation des produits structurés auprès des investisseurs de détail (<www.fsma.be/fr/Article/nipic/nipic.aspx>).

- La Grande Bretagne vient d'introduire les « *Temporary product intervention rules TPIRs* ». Cette réglementation attribuée à l'autorité de surveillance une compétence très étendue lui permettant de prendre au cas par cas les mesures appropriées. Les mesures prévues par le règlement « *TPIRs* » incluent, entre autres, la possibilité de demander la modification voire l'interdiction de certaines clauses contractuelles jugées inappropriées, la possibilité de faire modifier certains aspects de la structure d'un produit ou d'ordonner des modifications des documents de vente, et la possibilité d'imposer des restrictions à la commercialisation de certains produits voire même d'imposer l'interdiction totale

de distribuer certains produits à certains types d'investisseurs (FSA, The FCA's use of temporary product intervention rules, Policy Statement 13/3, p. 31, ch. 10, <www.fsa.gov.uk/static/pubs/policy/ps13-03.pdf>). Ces mesures sont imposées sans consultation préalable et leur durée est toujours limitée à 12 mois. Depuis avril 2013, ces compétences sont entre les mains de la nouvelle autorité de surveillance, la *Financial Conduct Authority* (FCA), qui remplace la *Financial Services Authority* (FSA).

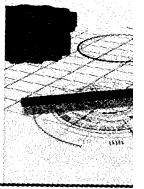
- Le Danemark, le Portugal et la France ont adopté une stratégie d'amélioration de la transparence et de réduction du risque de mauvaise commercialisation. L'autorité de surveillance danoise contraint désormais les émetteurs à signaler leurs produits avec des couleurs rappelant les feux de circulation – vert, orange ou rouge – selon les risques du produit concerné (Finanstilsynet, Executive Order N° 345 on Risk-Labeling of Investment Products, 15 avr. 2011, <www.finanstilsynet.dk/en/Regler-og-praksis/Translated-regulations/Executive-Orders/~media/Regler-og-praksis/2011/EO345_2011.ashx>). Au Portugal, certains produits financiers complexes doivent être présentés accompagnés d'avertissements obligatoires (Comissao do Mercado dos Valores Mobiliarios, CMVM, Regulation No. 2/2012 Disclosure Duties Relating to Complex Financial Products and Marketing of Unit-Linked Insurance Plans, <www.cmvm.pt/EN/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos%20Da%20Cmvm/2012/Documents/RegulamentoPFC2_2012E.pdf>). En France, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) ont publié des recommandations afin de préciser les obligations des prestataires de services d'investissement pour la commercialisation de certains produits financiers complexes. Les produits concernés sont les fonds structurés, les fonds à formules et les titres de créances complexes (Position AMF n° 2010-05, La commercialisation des instruments financiers complexes, 15 oct. 2010, <www.amf-france.org/documents/general/9631_1.pdf>). Afin d'éviter toute commercialisation inadaptée, l'AMF demande à ce que figure explicitement sur les documents de vente de ces produits la mention suivante : « L'AMF considère que ce produit est trop complexe pour être commercialisé auprès des investisseurs non-professionnels et n'a dès lors pas examiné les documents commerciaux ».

- L'Italie a choisi un autre chemin. L'autorité de surveillance a porté son attention sur les produits non liquides, c'est-à-dire les produits pour lesquels il n'existe pas de marché. Les exigences imposées aux distributeurs visent à garantir une détermination juste et loyale du prix (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Comunicazione no. 9019104, The duty of the intermediary to act fairly and transparently in the distribution of illiquid financial products, 2 mars 2009, <www.conso.it/main/documenti/bollettino2009/c9019104.htm>).

Toutes ces réglementations ont été adoptées par les instances publiques nationales en réaction à la crise. L'Union européenne n'ayant aucun intérêt à une multiplication de solutions nationales différentes constituant une barrière à l'épanouissement du marché intérieur, la durée de vie de ces réglementations devrait être courte. Il n'est pas surprenant par conséquent de constater que des projets similaires de réglementation soient en préparation à l'échelle supranationale.

2° Réglementation au niveau de l'Union européenne

Deux paquets législatifs actuellement en préparation au niveau de l'Union européenne sont destinés à l'amélioration de la protection



des investisseurs de détail par rapport aux risques liés aux produits financiers complexes. Ces mesures, formulées sous la forme de règlements, seront obligatoires dans tous leurs éléments et directement applicables dans tous les États membres, constituant ainsi une harmonisation maximale (TFUE, art. 288, al. 2).

a) Surveillance des produits d'investissement

Le projet d'un nouveau Règlement MIF (MiFIR) actuellement en discussion prévoit des mécanismes très puissants permettant une surveillance des produits d'investissement (Règl. Parl. et Cons. CE concernant les marchés d'instruments financiers (MiFIR) modifiant le règlement sur les produits dérivés (EMIR), première version adoptée par le Parlement le 26 octobre 2012 ; dernier compromis proposé par le Conseil le 8 avril 2013, <<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/13/st07/st07743-re01.en13.pdf>>; entrée en application prévue au premier trimestre 2015). Il prévoit à son chapitre VII, intitulé « *supervisory measures on product intervention and positions* » (pas de traduction Française officielle disponible), notamment la possibilité d'interdire ou de restreindre la distribution de certains produits en cas de menaces sérieuses pour les investisseurs ou pour le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés ou encore pour la stabilité du système financier. MiFIR va ainsi très largement innover en introduisant le pouvoir des autorités de surveillance d'examiner de façon proactive tous les nouveaux produits d'investissement avant qu'ils ne soient commercialisés dans l'Union européenne.

Ces mesures peuvent être adoptées soit, au niveau supranational par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) soit, par les autorités de surveillance nationales sous la coordination de l'AEMF (projet MiFIR, art. 33). Il existe cependant deux restrictions importantes à ces pouvoirs : d'une part, les interdictions de l'AEMF seront temporaires, normalement limitées à trois mois, avec possibilité de renouvellement (projet MiFIR, art. 31, ch. 6). Les autorités nationales d'autre part, seront naturellement limitées par l'obligation de coordonner leurs activités afin d'éviter l'arbitrage réglementaire entre les États membres (projet MiFIR, art. 32 et 33).

Le champ d'application de cette surveillance des produits est très large. Il inclut non seulement les produits d'investissement de détail mais aussi tous les instruments financiers vendus dans l'Union européenne.

b) Amélioration de la Transparence

Une deuxième réforme vise à introduire une réglementation cohérente des produits d'investissement de détail afin d'améliorer la transparence et la compréhension des produits complexes. Le 3 juillet 2012, la Commission européenne a adopté une proposition de Règlement relative aux produits packagés (Proposition Règl. Parl. et Cons. CE sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement, 3 juill. 2012 COM[2012]352 final, 2012/0169 [COD]; <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0352:FIN:FR:PDF>>). Ce Règlement dénommé PRIPS (le titre est emprunté à la version anglaise intitulée « *Packaged Retail Investment Products* ») fait partie d'un paquet législatif plus large destiné à rétablir la confiance du consommateur dans les marchés financiers (pour plus de détails, cf. <http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/barnier/headlines/news/2012/07/20120703_fr.htm>).

Au regard du Règlement PRIPS, quelle que soit sa forme juridique, tout produit, offrant à son porteur une exposition à la performance

ou à la valeur d'un ou plusieurs actifs qu'il n'a pas directement acquis, est un produit packagé. Ces produits peuvent être structurés sous différentes formes, que cela soit un dépôt à terme, un produit structuré, une unité de compte ou un OPCVM.



Deux paquets législatifs actuellement en préparation au niveau de l'Union européenne sont destinés à l'amélioration de la protection des investisseurs de détail par rapport aux risques liés aux produits financiers complexes.

Le Règlement PRIPS a pour but de faciliter la comparaison des produits financiers et prévoit à cette fin l'obligation pour chaque initiateur de produits d'investissement de rédiger, pour chaque produit d'investissement, un document d'informations clés à remettre aux investisseurs de détail avant la conclusion d'une vente. Ce document, limité à deux pages, doit d'une part, décrire brièvement le produit c'est-à-dire préciser sa nature, ses caractéristiques principales et son profil de risque et de rendement et, d'autre part, contenir un tableau des frais réellement prélevés. Il doit être formulé en langage clair et concis.

La procédure législative européenne est actuellement en cours. La séance plénière au Parlement européen aura lieu en septembre 2013. Les discussions au sein de la Commission des affaires économiques et monétaires concernant l'élargissement du champ d'application du règlement – et notamment l'imposition des documents d'informations clés à tous les produits financiers, y compris les actions ou les obligations – ayant été particulièrement intenses, un large débat sur ce point est attendu (pour détails relatifs à la procédure législative, cf. <www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?lang=en&reference=2012/0169%28COD%29>).

B. – Le droit Suisse : état actuel et perspectives de *lege ferenda*

1° État actuel

Le droit suisse relatif aux produits d'investissement est actuellement caractérisé par un manque d'homogénéité (Thévenoz L., Une meilleure information des investisseurs privés, *Revue Suisse du Droit des Affaires* 3/2011, p. 272 ss.). La réglementation Suisse relative aux standards de transparence et aux conditions de distribution des OPCVM est largement compatible avec le droit européen. Ainsi, le document d'informations clés tel que prévu par le Règlement européen OPCVM, a été introduit en 2011 (Loi sur les Placements de Capitaux Collectives, art. 76 et 77 [LPCC]). En revanche, le niveau de transparence est rudimentaire en ce qui concerne les produits structurés : c'est seulement en 2007 que le législateur a réglementé ces produits et les lobbyistes de la place financière ont réussi à empêcher l'adoption d'une réglementation stricte. Le législateur Suisse a uniquement imposé l'obligation d'établir un « *prospectus simplifié* » (LPCC, art. 5 al. 1 lit. b), s'abstenant de prévoir un format standardisé pour ce document.

Trois années seulement après l'entrée en vigueur de la LPCC, l'autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) a constaté



que les prescriptions édictées par le législateur pour protéger les investisseurs, et plus particulièrement le « *prospectus simplifié* » prévu à l'article 5 LPCC, étaient « *totalelement inopérants* » (FINMA, Affaire Madoff et distribution de produits Lehman, 2 mars 2010, p. 18, <www.finma.ch/f/finma/publikationen/Documents/bericht-lehman-madoff-20100302-f.pdf>).

2° Perspectives de lege ferenda

Tous les espoirs des investisseurs reposent maintenant sur le projet de Loi fédérale sur les services financiers (LSF) qui doit entrer en vigueur en 2018. En février 2013, le groupe de pilotage a publié son premier rapport et indiqué les éléments principaux du projet (Loi sur les services financiers [LSFin], Éléments principaux d'une réglementation possible, 18 févr. 2013, <www.news.admin.ch/message/index.html?lang=fr&msg-id=47816>). Au centre de la nouvelle loi se trouvent des standards de transparence accrus relatifs aux produits.

Ainsi, le projet prévoit l'introduction du document d'informations clés selon le modèle européen « *PRIPs* » pour les « *produit financiers complexes* » (rapport LSFin, *op. cit.*, p. 13 s). Ces produits sont définis comme étant « *les produits dont la valeur n'est pas seulement conditionnée par la solvabilité et la capacité bénéficiaire de l'émetteur* » (rapport LSFin, *op. cit.*, p. 4). Le rapport mentionne explicitement les produits structurés, les parts de placements collectifs ainsi que les produits d'assurance présentant les caractéristiques d'un placement. Il précise également que les emprunts et les droits de participation sont assimilés à des produits financiers complexes seulement sauf si leur évaluation est particulièrement complexe; tel est le cas par exemple pour les emprunts à conversion obligatoire (rapport LSFin, *op. cit.*, p. 4). Le projet prévoit aussi l'introduction de standards homogènes pour le prospectus qui doit être établi pour toute valeur mobilière distribuée en Suisse ou à partir de la Suisse (rapport LSFin, *op. cit.*, pp. 11 ss.). Enfin, le projet propose l'introduction de contrôles formels à titre préventif des prospectus et des documents d'informations clés, contrôles jusqu'alors inconnus du droit suisse (rapport LSFin, *op. cit.*, pp. 14.). Toutefois, il n'est pas prévu que l'autorité puisse exercer une surveillance matérielle des produits financiers ce qui constitue une différence très importante par rapport à la réglementation européenne.

IV. – LES SOLUTIONS DU MARCHÉ

Conscients de la perte de confiance auprès de leurs clients, les acteurs de la place financière suisse ont eux-mêmes développé de solutions visant à la maîtrise des problèmes liés aux produits financiers complexes. Ces solutions visent à minimiser le risque de contrepartie ou bien à faciliter l'appréhension des risques inhérents des produits d'investissement concrets.

A. – Mécanisme minimisant le risque de contrepartie

Depuis 2009, la bourse Suisse SIX Swiss Exchange propose un service de garantie de certificats en collaboration avec SIX Securities Services et Eurex Zurich SA. Les Certificats garantis par nantissement « *COSI* » sont nés d'un besoin accru de sécurité de la part des investisseurs de détail. Depuis la faillite de Lehman Brothers, ces investisseurs s'intéressent plus à la question de la solvabilité de l'émetteur. En revanche, ils sont prêts à sacrifier une partie du rendement pour une protection renforcée. Jusqu'ici, plus de 4 500 produits COSI ont

été lancés et parmi la totalité des produits négociés sur la bourse Scoach, 22 % sont dotés d'une garantie par nantissement.

Techniquement, la garantie par nantissement est constituée par un dépôt de sûretés sous forme de valeurs mobilières, enregistrées sur un compte de SIX Swiss Exchange auprès de SIX Securities Services. Les sûretés déposées sont évaluées chaque jour et l'émetteur est tenu d'adapter le montant de la garantie aux éventuelles fluctuations de valeur. La garantie doit obligatoirement être maintenue pendant toute la durée de vie d'un produit (cf. le contrat-cadre « *COSI* »: <www.six-swiss-exchange.com/download/admission/cosi/framework_agreement_cosi_fr.pdf>).

B. – Deux mécanismes minimisant le risque de complexité

L'Association Suisse des Produits Structurés (ASPS) a développé deux autres mesures relatives aux produits d'investissement de détail. Ces mesures sont destinées à minimiser le risque de complexité. La première se présente sous la forme d'une carte intitulée « *Swiss Derivatives Map* » qui catégorise les produits structurés selon leur risque et qui établit une terminologie standardisée (<www.svsp-verband.ch/home/swissderivativemap.aspx?lang=fr>). Les membres de l'Association s'engagent à utiliser uniquement cette terminologie pour tous leurs documents publicitaires. La seconde mesure prend la forme d'un indicateur qui permet d'évaluer le risque d'un produit structuré en utilisant comme référence la valeur « *value at risk* » (VaR). L'indicateur définit six catégories de risque: la catégorie 6 représente le risque le plus élevé, la catégorie 1 le risque le plus faible. L'indicateur est calculé et publié chaque jour ouvrable (<www.svsp-verband.ch/home/risikokennzahl.aspx?lang=fr>).

L'Association Suisse des Produits Structurés rassemble aujourd'hui quatorze membres actifs qui sont les émetteurs des produits structurés les plus importants de la place financière Suisse. Les instruments susmentionnés ont par conséquent pratiquement acquis le statut de standard pour la branche entière, même s'ils n'ont pas de force contraignante.

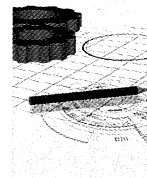
V. – CONCLUSION

Les discussions engendrées par la crise financière ont sans aucun doute préparé le terrain aux réformes pour une meilleure protection des investisseurs de détail. Néanmoins, des questions se posent. Avons-nous vraiment tiré les bonnes leçons de la crise? Quels sont les atouts et les faiblesses du dispositif réglementaire en discussion ?



Les discussions engendrées par la crise financière ont sans aucun doute préparé le terrain aux réformes pour une meilleure protection des investisseurs de détail. Néanmoins, des questions se posent.

Un aspect vraiment positif des réformes en cours réside dans le fait que les législateurs se sont finalement occupés des problèmes et des risques auxquels les investisseurs de détail sont régulièrement



confrontés sur les marchés. Il était temps de remettre en question le système traditionnel de protection des investisseurs qui reposait dans son ensemble sur le prospectus. Le prospectus « type » était largement inadapté aux besoins des investisseurs de détails, soit à cause de la technicité de la langue utilisée, soit en raison des volumes habituellement très importants. L'introduction du document d'informations clés constitue un premier pas dans la bonne direction parce qu'il permet aussi à l'investisseur moyen sans connaissances approfondies de comprendre les risques liés à un produit de placement spécifique. Dans ce contexte, le document d'information clés va certainement jouer un rôle très important pour stimuler la responsabilité des petits épargnants et d'entraîner un changement de comportement nécessaire compte tenu de la complexité croissante des marchés et des produits financiers.

Pour autant, les nouvelles approches réglementaires posent des difficultés. Ainsi, les autorités font face à un énorme défi concernant la surveillance des produits prévue au niveau européen. Non seulement elles doivent s'adapter continuellement à une évolution constante des produits, mais encore, elles doivent mener leurs activités d'une façon harmonieuse et parfaitement coordonnée. Compte tenu de la diversité des intérêts en jeu, les membres des autorités de surveillance doivent assumer une tâche très délicate. En outre, bien que l'Union européenne se soit engagée fortement à établir des standards uniformes, le risque de mauvaise coordination entre les réglementations nationales subsiste. Il n'est pas exclu

que certains États membres, poussés par des raisons de politique intérieure, cherchent à pratiquer le « *gold plating* », c'est-à-dire choisissent d'établir des standards de protection plus élevés que ceux en vigueur dans l'Union européenne.

En Suisse, le défi réside plus particulièrement dans le fait que les acteurs de l'industrie financière ne sont pas tous du même avis en ce qui concerne l'alignement autonome sur le droit européen. Il existe un clivage entre les grandes institutions bancaires suisses favorables à une solution compatible avec le droit européen et les banques de taille plus modeste qui craignent les dépenses liées à un alignement sur les standards européens. Il est cependant nécessaire qu'un consensus judicieux soit trouvé d'ici à 2018. Une chose semble cependant certaine : la LSF n'attribuera pas à l'autorité de surveillance FINMA la compétence d'intervention ou de surveillance sur les produits. De ce point de vue, le législateur Suisse affirme sa confiance dans la transparence comme mesure principale de protection des investisseurs.

La question de la réglementation des produits d'investissement de détail va sans doute continuer à être l'objet de très nombreux débats. Il reste à espérer que les réglementations à venir seront conformes à la fameuse devise: « *L'économie [en l'espèce la finance] au service de tout l'homme et de tous les hommes* » (Perroux F., 1903-1987, *L'Économie du XX^e siècle*, Presses universitaires de Grenoble, 1961, p. 510). ■