Notices bibliographiques

Caveat investor ! – Brèves réflexions sur l'ouvrage *La protection de l'investisseur sur le marché financier*



Auteur : Carlo LOMBARDINI
Éditeur : Genève, Schultess
Nombre de pages : 828 pages
Date de parution : 2012

À première vue, le brillant ouvrage de Carlo Lombardini porte en lui une forme de paradoxe. Les phénomènes de financiarisation de l'économie et de libéralisation des activités financières qui se sont développés dans le courant des années 1980 ont souvent été symbolisés par la théorie dite des « 3 D » : déréglementation, décloisonnement et désintermédiation. Cette dernière désignait notamment le phénomène par lequel les besoins et les capacités de financement pouvaient directement se rencontrer sur les marchés financiers par le biais d'émission et d'acquisitions de titres sans l'intermédiation d'une banque(1). Or, s'il est une expression qui revient incessamment au fil de ces pages, c'est bien celle « d'intermédiaire financier »(2). Le paradoxe n'est toutefois que de façade dans la mesure où cette finance que l'on désignait comme « directe », reflet d'une économie de marché de capitaux par opposition à une économie d'endettement, ne l'était qu'en théorie et a elle-même généré un processus de ré-intermédiation d'une nature différente de celle du secteur bancaire car « [p]our être actif sur les marchés […], l'investisseur a besoin des intermédiaires financiers »(3).

En effet, les diverses activités réalisées par la banque dans le contexte d'une économie d'endettement ne pouvaient disparaître du fait d'un passage progressif à une économie de marché de capitaux. Il aurait été naïf de croire que la disparition de l'interface bancaire impliquât la disparition de toute médiation. Ces activités internes à la banque ont ainsi été fragmentées, redéfinies et redistribuées ou réallouées à une pléiade d'acteurs, institutions et structures, non seulement afin d'assurer une mise en relation entre l'offre et la demande de financement mais aussi afin de garantir l'intégrité des transactions et le bon fonctionnement du marché. Ainsi, plusieurs des fonctions d'évaluation, de gestion et de contrôle des risques financiers exercées par les banques ont été déléguées *de jure* ou *de facto* à de multiples acteurs satellites (cabinets d'audit, agences de notation, analystes financiers, etc.) d'ailleurs désignés dans littérature anglo-saxonne comme les « gardiens du temple » (*the gatekeepers*) des marchés. Si ces professions sont loin d'avoir été épargnées par la précédente crise des crédits hypothécaires, certaines d'entre elles avaient toutefois déjà été fortement exposées à l'occasion des scandales financiers du début des années 2000 (Enron, Worldcom, Parmalat, etc.) et fait l'objet de plusieurs réformes.

> « [...] plusieurs des fonctions d'évaluation, de gestion et de contrôle des risques financiers exercées par les banques ont été déléguées de jure ou de facto à de multiples acteurs satellites. »

Parallèlement à ces professionnels qui n'entretiennent généralement pas de relations contractuelles avec les investisseurs, des intermédiaires financiers qui sont en contact direct avec ceux-ci participent plus spécifiquement à mise en relation entre offre et demande de financement (banques, négociants en valeurs mobilières, organismes de placements collectifs, gérants de fortune, conseillers en placement, etc.).

La dissémination de ces différentes fonctions désormais exercées par des acteurs distincts a ainsi généré une dissociation problématique : ceux qui, d'une part, évaluent, gèrent, contrôlent ou commercialisent le risque ne sont plus – à l'inverse des banques – ceux qui, d'autre part, l'assument. Les premiers font d'ailleurs commerce et profitent largement du risque auxquels les seconds, c'est à dire les investisseurs, sont

1. Voy. p. 104 où l'auteur réalise une distinction entre « l'investisseur » et « l'utilisateur du système bancaire ».
2. Une partie entière est d'ailleurs consacrée au « Rapport entre l'investisseur et l'intermédiaire financier » (Partie IV, pp. 431-530) mais ce thème est en réalité abordé tout au long de l'ouvrage.
3. Voy. p. 166.

exposés. Cette fragmentation des fonctions et l'asymétrie d'informations et d'expertise en résultant portent en elles les germes des conflits d'intérêts auxquels sont exposés ces différents acteurs et qui sont susceptibles d'affecter plus ou moins directement les investisseurs.

Alors que plusieurs travaux se sont déjà intéressés à l'efficacité de l'encadrement des « gardiens du temple »[4] ou, plus généralement, à l'efficacité de la régulation financière[5], peu d'écrits sont consacrés de façon aussi approfondie à la position spécifique de l'investisseur et à l'étendue de la protection qui lui est accordée, en particulier en ce qui concerne ses rapports avec les intermédiaires et vis-à-vis de la chaîne – parfois opaque – de commercialisation des instruments financiers[6]. Le sujet est cependant d'une actualité brûlante comme en témoignent les scandales et procès les plus médiatiques visant par exemple un ancien courtier de Goldman Sachs ou la galaxie Madoff, ce dernier passant d'ailleurs à la postérité d'une manière peu enviable puisqu'il incarne à présent l'intermédiaire financier malhonnête tant ne se comptent plus les « petits Madoff » du Texas, de Bretagne, de Lorraine, du Var et d'ailleurs. L'œuvre de Carlo Lombardini tombe donc à point nommé et son analyse transversale de la protection de l'investisseur vient combler un angle mort dans la littérature juridique.

Issu d'une thèse de doctorat soutenue à l'Université de Lausanne, l'ouvrage de M. Lombardini n'a rien d'une œuvre purement théorique tant sa réflexion est nourrie de son expérience substantielle sur les questions étudiées dans le cadre de son activité d'avocat. Regroupant six parties[7] qui se ventilent en 35 chapitres articulées autour de courtes sections, l'étude se situe en réalité à mi-chemin entre la thèse et le traité. Elle est écrite dans un style clair, direct, souvent incisif et évitant l'écueil d'un langage jargonnant. L'auteur est également animé d'un esprit pédagogique certain et n'hésite pas à étayer ses développements d'exemples ou cas pratiques, en particulier sur les aspects plus techniques, par exemple lorsqu'il s'agit de présenter les produits structurés[8]. Dans la mesure où il comprend plusieurs niveaux de lecture, l'ouvrage s'adresse à un public large et pourra intéresser l'universitaire, le praticien, l'intermédiaire financier ou l'investisseur.

La perspective retenue est celle du droit suisse mais celui-ci est analysé à travers le prisme de l'arsenal législatif européen avec lequel il est mis systématiquement en comparaison. Sur la très grande majorité des thèmes abordés, l'auteur relève que la réglementation helvétique est moins exigeante et laisse la part belle dans sa mise en œuvre aux organismes d'autorégulation[9] bien qu'elle s'articule autour de principes similaires à la réglementation européenne. Il s'agit donc d'un ouvrage intéressant autant le droit suisse que celui de l'UE, sans oublier de mentionner qu'il comprend aussi plusieurs références à la jurisprudence française, allemande et italienne, ainsi qu'à la pratique d'autres places financières. Son intérêt – il s'agit là d'une opinion très personnelle – réside d'ailleurs moins dans l'étude exhaustive et très documentée du droit positif que dans sa déconstruction et son analyse critique, laquelle pointe les lacunes d'une réglementation qui dans une large mesure fait fausse route quant à ses objectifs et dévoile sans ambages les travers d'une chaine de commercialisation des instruments financiers qui ne sont pas sans rappeler ceux de la grande distribution[10]. La conclusion de l'ouvrage n'a d'ailleurs rien d'une simple synthèse mais davantage un programme d'action puisqu'elle développe sur une trentaine de pages une série de propositions de réformes jugées nécessaires[11].

La perspective retenue dans le cadre de cet ouvrage est de se concentrer sur le « rôle que peut jouer le droit public afin d'améliorer la protection de l'investisseur »[12] dans la mesure où ces règles ont vocation tant à être appliquées par l'autorité de surveillance qu'à produire des effets dans le rapport entre l'investisseur et l'intermédiaire[13]. En ce sens, l'auteur

4. Voy., par ex., J.C. Coffee Jr., *The Gatekeepers – The Professions and Corporate Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2006 ; Y. Fuchita, R.E. Litan (eds.), *Financial Gatekeepers : Can They Protect Investors ?*, Washington DC, Brookings Institution Press, 2006.
5. M. Sève, *La régulation financière face à la crise*, Bruxelles, Bruylant, 2013 ; R.W. Kolb, *The Financial Crisis of Our Time*, New York, Oxford University Press, 2011.
6. Mentionnons toutefois une thèse récente qui traite notamment des obligations d'information des émetteurs et intermédiaires aux investisseurs (fonction descriptive de l'information) et règles relatives aux opinions émises par les analystes financiers et agences de notation (fonction prédictive de l'information), questions qui sont également abordées dans le présent ouvrage. Voy. J. Chacornac, *Essai sur la fonction de l'information en droit des instruments financiers*, Thèse Paris 2, 2012 (à paraître, 2014).
7. Partie I – Le marché financier ; Partie II – La réglementation ; Partie III – La réglementation suisse ; Partie IV – Le rapport entre l'investisseur et l'intermédiaire financier ; Partie V – L'investisseur et le risque ; Partie VI – Quelques questions particulières. Il ne faut pas nécessairement se fier aux titres des parties qui sont formulés de façon très lapidaire. Ainsi, la Partie III sur « La réglementation suisse » traite quasiment autant du droit suisse que de celui de l'UE.
8. Voy. p. 546.
9. Voy. en particulier les Chapitres VIII (L'autoréglementation) et IX (Les problèmes juridiques posés par l'autoréglementation).
10. On peut à cet égard se référer au Chapitre XXXV (La rémunération de l'intermédiaire financier) et, en particulier, au passage consacré aux « rétrocessions et autres avantages » (pp. 730 et s.).
11. Voy. pp. 767-805.
12. Voy. p. 7.

n'aborde que de façon accessoire ce qu'il désigne comme « les obligations de droit privé » qui peuvent être invoquées par l'investisseur à l'encontre de l'intermédiaire pour engager sa responsabilité (par exemples, les règles de droit commun relatives au mandat). Celles-ci s'avèrent en effet parfois incomplètes afin d'assurer une protection optimale. C'est le cas par exemple en droit suisse de l'engagement de la responsabilité de l'intermédiaire pour non divulgation de sa part des avantages ou rétrocessions impliquées par la transaction et qui pourraient éclairer l'investisseur sur les intérêts et motivations de l'intermédiaire : en l'absence d'obligation spécifique, l'engagement de la responsabilité de l'intermédiaire est difficile à concevoir car elle implique que l'investisseur rapporte la preuve, complexe à établir, d'une relation de causalité entre l'absence de divulgation et un préjudice subi[14].

Outre quelques rares passages qui ne s'intéressent pas spécifiquement à la protection de l'investisseur (par exemple, le chapitre consacré à la légalité des mesures prises par l'autorité de régulation suisse au regard de la CEDH)[15], l'essentiel de l'ouvrage se concentre sur le triptyque « instrument financier – intermédiaire – investisseur ». L'auteur voit dans ces trois composantes le noyau dur de la protection de l'investisseur, lequel doit être protégé non seulement d'instruments aux risques difficilement évaluables, d'intermédiaires dont les intérêts ne convergent nécessairement pas avec les siens, mais aussi de lui-même dans la mesure où il ne dispose pas nécessairement de l'expertise lui permettant de réaliser des choix éclairés. Nous nous limiterons ici à mentionner les principales critiques et recommandations en relation avec ces trois catégories de risques, ce qui ne doit bien évidemment pas éclipser la richesse des autres développements que nous offre cet ouvrage.

En ce qui concerne les instruments financiers, « trait d'union »[16] entre les divers intervenants sur le marché, l'auteur porte un regard assez sévère sur le développement d'une finance structurée et de produits complexes exacerbant les asymétries d'informations et dont il est devenu difficile d'identifier et d'évaluer le risque pour les investisseurs, tout en soulignant qu'il est légitime de douter de leur contribution au financement de l'économie réelle[17]. Si les produits de couverture qui se sont développés dans les années 1970 l'ont été afin de répondre à de nouveaux risques, c'est à l'inverse l'innovation financière qui a généré de nouveaux risques comme en témoignent la crise des *subprimes* et celle des dettes souveraines[18]. Dès lors, « le dogme selon lequel toute innovation financière est forcément bonne ne peut simplement être accepté »[19] et il n'apparaît pas raisonnable que celle-ci génère des risques excessifs si l'économie réelle n'en retire aucun avantage[20].

> “La protection de l'investisseur passe également par un encadrement des divers intermédiaires financiers.”

Regrettant ce phénomène de « financiarisation des actifs », Carlo Lombardini ne cède pas pour autant à des propositions démagogiques consistant à interdire la spéculation[21] ou certaines catégories d'instruments financiers qui seraient jugés trop complexes[22]. Il rejette l'idée d'un contrôle public à ce point de vue qui risquerait de nuire au financement de l'économie, considérant qu'il appartient au marché d'opérer la sélection entre bons et mauvais instruments. L'épisode de la société Apple, dont l'offre de titres a été interdite en 1982 dans l'État du Massachusetts, est éloquent à cet égard[23]. L'auteur préconise davantage que l'autorité de régulation suisse, à l'instar de certaines autorités étrangères, soit davantage proactive, se manifeste publiquement, alerte les investisseurs trop enthousiastes et suscite un débat « si elle estime que certains instruments financiers sont trop dangereux, trop opaques ou trop complexes »[24].

La protection de l'investisseur passe également par un encadrement des divers intermédiaires financiers. Sans revenir sur l'ensemble des règles qui leur sont applicables et exposées de façon très détaillée[25], les-

13. Sur ces aspects, voy. Chapitre XXV (Le rapport entre les règles de conduite et les obligations de droit privé).
14. Sur ces aspects, voy. pp. 762-763.
15. Chapitre XX (Les mesures prises par la FINMA et la CEDH), pp. 405-430.
16. Voy. p. 772.
17. Voy. p. 9.
18. Voy. p. 94.
19. Voy. p. 102.
20. Voy. p. 774.
21. Voy. p. 109.
22. Voy. pp. 792 et s.
23. Voy. p. 793, note 58.
24. Voy. p. 798.
25. Voy. en particulier les développements de la Partie III (spec. pp. 243-387 où sont abordées les questions suivantes : activité bancaire, activité de négociant en valeurs mobilières, placement collectif de capitaux, gérant de fortune et conseiller en placement, réglementation des produits, émission et vente au public d'instruments financiers) et de la Partie IV (Le rapport entre l'investisseur et l'intermédiaire financier).

quelles sont d'ailleurs sévèrement jugées par l'auteur pour qui leur fonction n'est pas nécessairement « d'aider les investisseurs à prendre des décisions, mais [de] protéger les intermédiaires financiers contre d'éventuelles réclamations »[26], l'ouvrage aborde plus particulièrement la question clé de l'encadrement des conflits d'intérêts[27].

Un inventaire exhaustif des différents types de conflits selon les activités est réalisé[28], montrant à quel point « l'existence de conflits d'intérêts est inhérente à l'activité, sous une forme ou sous une autre, de l'intermédiaire financier »[29]. À cet égard, la réglementation suisse et celle de l'UE comprend des obligations similaires d'identification et gestion des conflits et, dans certains cas, une obligation de divulgation à l'égard des investisseurs, étant entendu que le système « donne la primauté à la gestion des conflits plutôt qu'à leur révélation »[30]. La mise en œuvre de ces obligations repose dans une large mesure sur les intermédiaires qui doivent notamment clarifier leurs structures organisationnelles internes et effectuer les cloisonnements nécessaires entre les services entre lesquels les informations ne doivent pas être échangées. En ce sens, la réglementation suisse qui est moins détaillée que celle de l'UE laisse une latitude plus importante aux intermédiaires et repose davantage sur l'autorégulation dans l'indentification et la gestion des conflits, ce qui devrait être corrigé par une vigilance accrue de l'autorité de régulation.

Déclinaison d'une catégorie spécifique de conflit d'intérêts, la question rémunération de l'intermédiaire financier fait l'objet d'une étude très détaillée[31]. En effet, la structure et les modalités de la rémunération sont susceptibles de favoriser des comportements qui peuvent être contraires à l'intérêt de l'investisseur, ce qui justifie une transparence en la matière afin que l'investisseur puisse avoir un aperçu des incitations financières de l'intermédiaire.

La lecture de cet ouvrage donne parfois l'impression que le marché est devenu un coupe-gorge pour l'investisseur, menacé autant par une industrie financière générant des produits opaques et complexes que par des intermédiaires qui ne poursuivent pas ses intérêts. Elle suggère toutefois que l'investisseur, terme qui permet de désigner une très grande variété d'acteurs auxquels s'appliquent des régimes distincts[32], doit souvent être protégé de lui-même, en particulier lorsqu'il est fait état de son inexpérience et de sa méconnaissance des marchés[33]. De ce point de vue, se reposer principalement sur l'exhaustivité des informations communiquées par les intermédiaires et émetteurs n'est pas satisfaisant car cela ne fait que « créer une illusion de sécurité »[34].

L'approche préconisée doit, selon l'auteur, se fonder davantage sur une meilleure connaissance par l'intermédiaire des objectifs, de l'expérience théorique et pratique et de la situation personnelle et patrimoniale de l'investisseur. S'il est n'est pas envisageable dans certains cas d'individualiser le contrôle des décisions de l'investisseur, qui sont d'ailleurs de nature différente selon que l'intermédiaire se place dans une mission de gestion ou d'exécution (*execution only*), une approche standardisée peut toutefois permettre de prévenir certaines situations dangereuses (effet de levier, dépassement d'un niveau de pertes acceptable, acquisition de produits complexes)[35].

L'ambition n'est pas de pousser à une bureaucratisation des intermédiaires ou d'infantiliser l'investisseur mais « simplement d'obliger l'intermédiaire financier, dans certains cas, à se livrer à une réflexion raisonnable pour compenser les éventuels déficits d'expérience et de connaissance des clients »[36]. On en reviendrait, selon Carlo Lombardini, à l'essence même de l'exigence de protection de l'investisseur, laquelle ne consiste certainement pas à s'assurer que celui-ci ne subisse pas de pertes car il s'agit d'un risque inhérent à toute opération sur le marché financier[37]. Encore et toujours donc, *Caveat investor* !

Régis BISMUTH

Professeur à l'Université de Poitiers

26. Voy. p. 9.
27. Voy. les Chapitres XXX à XXXIII (pp. 631-691).
28. Voy. pp. 635 et s. Pour n'en citer que quelques-uns : lorsque le gestionnaire choisit la banque dépositaire des avoirs du client qui lui paye les rétrocessions les plus élevées (p. 635) ; lorsque la banque privilégie la vente de ses propres produits ou ceux des clients de la banque (p. 637) ; lorsqu'une société de gestion de placement collectif de capitaux fait souscrire par un véhicule de placement des parts d'un autre véhicule afin d'assurer sa liquidité ou obtenir des commissions (p. 645).
29. Voy. p. 685. L'auteur aborde dans cette partie les conflits d'intérêts potentiels des analystes financiers (pp. 640 et s.) et des agences de notation (pp. 646 et s.) qui ne sont pas nécessairement des intermédiaires directement en contact avec l'investisseur.
30. Voy. p. 689.
31. Chapitre XXXV (La rémunération de l'intermédiaire financier), pp. 723-764.
32. Voy. le Chapitre V (L'investisseur), pp. 103-132.
33. Sur ces aspects, voy. Partie V (L'investisseur et le risque), pp. 531-627.
34. Voy. p. 9.
35. Voy. pp. 785 et s.
36. Voy. p. 789.
37. Voy. p. 166.