

2 mars 2010

Affaire Madoff et distribution de produits Lehman : incidences sur les activités de conseil en placement et de gestion de for- tune

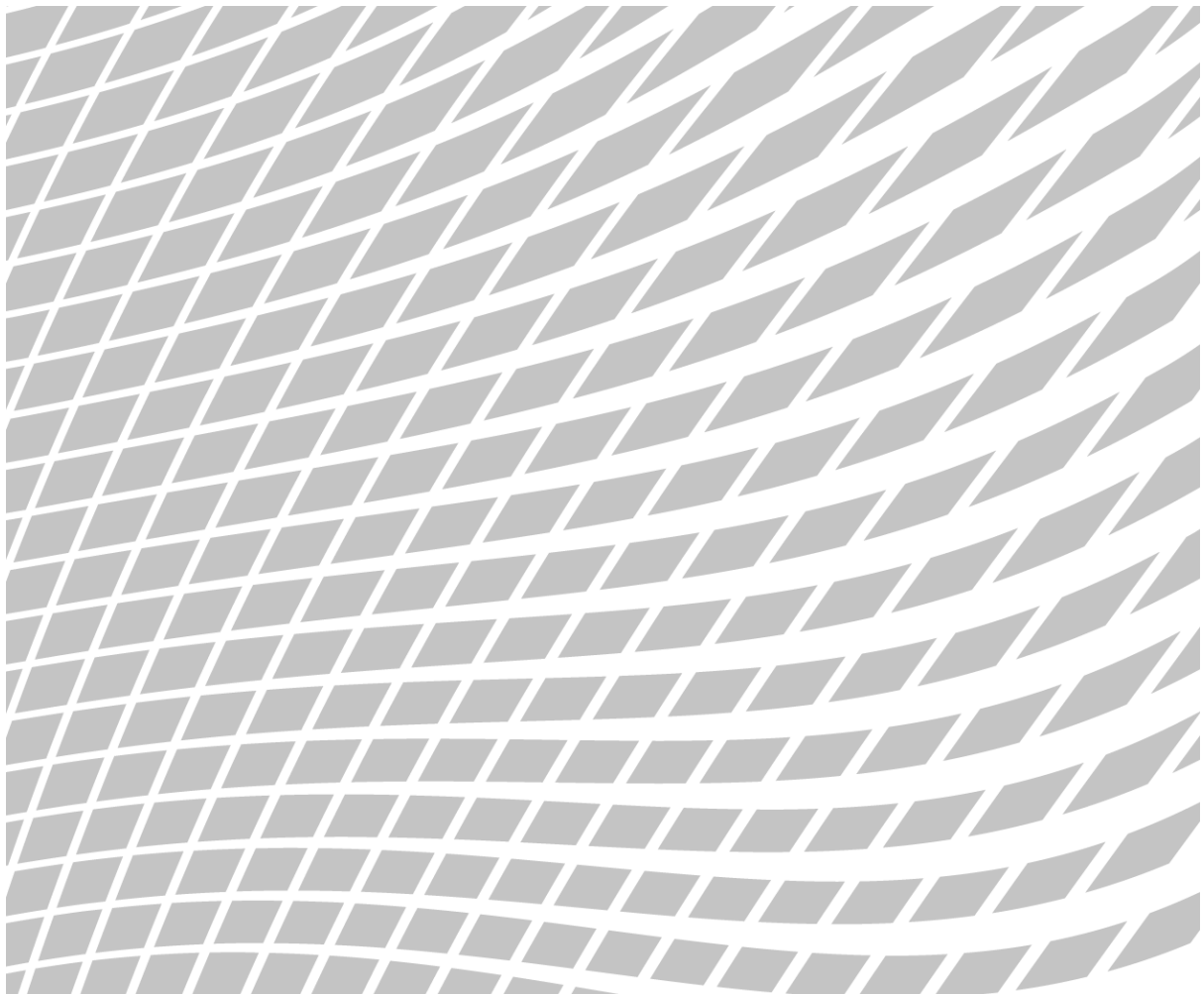


Table des matières

Eléments essentiels	3
1 Deux enquêtes – et l’activité de placement en ligne de mire	4
2 Devoirs d’information de la banque dans le processus de placement	5
3 Affaire Madoff	9
Déclencheur	9
Résultats de l’enquête	11
4 Distribution de produits Lehman à la clientèle de détail	13
Déclencheur	13
Enquête de la CFB/FINMA	17
5 Perspectives	20

Eléments essentiels

- 1) La FINMA a clôturé en 2009 deux enquêtes de grande ampleur. L'une portait sur l'impact qu'a eu, sur la place financière suisse, une gigantesque fraude commise aux Etats-Unis par l'investisseur américain Bernard L. Madoff. L'autre concernait la distribution par des intermédiaires financiers suisses de produits structurés garantis par des filiales de Lehman Brothers Holdings Inc.
- 2) Les deux enquêtes ont confirmé que des investisseurs ont été lésés du fait de leurs placements en produits financiers: des risques, certes connus, mais souvent jugés négligeables, leur ont été fatals, alors que cette situation ne peut être évitée qu'en diversifiant suffisamment les portefeuilles. Si l'affaire Madoff a touché principalement des investisseurs qualifiés, nombreux étaient les clients de détail à avoir acheté des produits structurés à capital protégé du groupe Lehman.
- 3) Au vu des résultats des enquêtes, la FINMA est convaincue que le droit en vigueur ne protège pas suffisamment les investisseurs et qu'il y a lieu d'intervenir au plan réglementaire. Aussi a-t-elle initié un projet intitulé «Règles applicables à la distribution», dont l'ambition est d'élaborer des propositions d'amendements à l'attention du législateur et du Conseil fédéral ou d'identifier les points sur lesquels il lui incombe de réglementer elle-même. Sont traitées les thématiques suivantes: règles de conduite et de distribution, règles concernant les rémunérations, les produits, la distribution transfrontière en Suisse et la surveillance des intermédiaires financiers, ainsi que les règles régissant les conflits d'intérêts en relation avec l'exécution d'opérations sur le marché primaire dans le cadre de contrats de commission. L'accent est mis en particulier sur trois aspects: présentation transparente du potentiel de gain et des risques de perte liés à des produits financiers, analyse scrupuleuse de la capacité de risque et de la conscience des risques de la clientèle (de placement), et enfin une diversification suffisante pour la clientèle de conseil en placement et de gestion de fortune.
- 4) Au-delà des interventions ainsi préconisées, la FINMA a constaté dans le cadre de l'enquête sur l'affaire Madoff que les processus internes appliqués chez certains intermédiaires financiers devaient être revus. Elle a donc prescrit des mesures correctives.
- 5) La faillite du groupe américain Lehman a eu en Suisse une répercussion majeure: l'effondrement quasi-total de la valeur des produits structurés à capital protégé émis par les sociétés du groupe Lehman. L'enquête a révélé que bien souvent, le fait de savoir qui était précisément l'émetteur d'un produit structuré n'était pas un critère de décision. Dans l'esprit des clients, il n'y avait pratiquement aucune différence entre les émetteurs dès lors que leurs notations étaient comparables. Comme la FINMA l'a constaté, le prospectus simplifié exigé par l'art. 5 de la loi sur les placements collectifs pour les produits structurés non cotés n'intervenait aucunement dans le conseil à la clientèle. La FINMA a abouti par ailleurs à la conclusion que les produits structurés à capital protégé sont adaptés pour une distribution à la clientèle de détail et que l'on ne saurait reprocher à certaines banques de les avoir proposés à cette clientèle. Mais dans le même temps, il est ressorti de l'enquête que le droit en vigueur ne règle pas (ou ne règle plus) de manière satisfaisante les droits et obligations des cocontractants en matière de placement. Il est par conséquent nécessaire de réexaminer le cadre juridique et prudentiel entourant le conseil en placement.

- 6) Au printemps 2009 et en relation avec la distribution de produits structurés à capital protégé du groupe Lehman, la FINMA a ouvert une procédure à l'encontre de Credit Suisse, procédure qu'elle a clôturée fin 2009. La FINMA est parvenue à la conclusion que la banque avait réservé le même traitement aux portefeuilles de la clientèle et à ses propres portefeuilles, et que les rémunérations encaissées par le département Investment Banking de Credit Suisse étaient conformes au niveau du marché. Les documents de vente utilisés par la banque mentionnaient le risque d'émetteur lié à l'achat des produits concernés, quoique pas de façon très évidente (ceci a changé après la faillite du groupe Lehman). Cette lacune a été comblée dans l'intervalle. La FINMA a constaté par ailleurs que le *white labelling*, c'est-à-dire le fait de faire figurer exclusivement son propre logo sur la documentation de vente concernant un produit d'un autre émetteur, ne pouvait pas être contesté au regard du droit de la surveillance.
- 7) Si, dans quelques cas, des erreurs de conseil ont pu se produire chez Credit Suisse, elles ne justifiaient pas globalement de mesures prudentielles particulières. Credit Suisse a proposé spontanément à un grand nombre de clients de prendre en charge tout ou partie du préjudice subi, en renonçant à un examen au cas par cas. C'est aux tribunaux civils qu'il incombe de connaître des litiges résultant de l'achat de produits structurés à capital protégé du groupe Lehman.

1 Deux enquêtes – et l'activité de placement en ligne de mire

Au deuxième semestre 2008, la crise financière mondiale a entraîné notamment la faillite inattendue de la célèbre banque d'investissement américaine Lehman Brothers Holdings Inc. et de l'ensemble du groupe Lehman, ainsi que la découverte d'une fraude à grande échelle en matière de placement. La cheville ouvrière de cette fraude était Bernard L. Madoff, condamné depuis lors à une peine d'emprisonnement à perpétuité par un tribunal américain. Ces deux événements ont eu des répercussions mondiales et ont donc affecté la place financière suisse, qui occupe une position de pointe dans la gestion de fortune. Des investisseurs ont été amenés à subir des préjudices, dans la mesure où un risque resté relativement ignoré (risque de fraude dans un cas, risque classique de contrepartie dans l'autre) s'était réalisé à leur détriment.

La FINMA a analysé l'impact de ces événements sur la place financière suisse et ses investisseurs dans le cadre de deux enquêtes séparées et très approfondies, concernant chacune de nombreuses banques et engagées déjà par l'ancienne Commission fédérale des banques (CFB). Dans l'affaire Madoff, il s'agissait de déterminer si des établissements financiers suisses et leurs clients avaient subi des préjudices, et dans quelle mesure. Dans le cas de la faillite du groupe Lehman, la problématique centrale était la distribution de produits structurés à capital protégé à la clientèle de détail. Dans le sillage de ces enquêtes, la FINMA a aussi ouvert une procédure à l'encontre de Credit Suisse au printemps 2009, procédure qu'elle a clôturée en novembre 2009 à l'issue d'investigations approfondies.

L'objectif de ces deux enquêtes était pour l'essentiel de déterminer comment les placements des investisseurs en étaient venus à se déprécier. La FINMA a donc examiné tout d'abord comment les établissements avaient organisé leurs processus de conseil ou de gestion de fortune, si le droit de la surveillance en vigueur avait été respecté et si des modifications de ce dernier s'imposaient.

Les enquêtes de la FINMA ont révélé qu'au regard du droit en vigueur, il n'y avait eu ni manquements systématiques, ni irrégularités graves de la part des établissements assujettis. Dans certains d'entre eux toutefois, des mesures correctives organisationnelles se sont révélées nécessaires. La FINMA veille à ce qu'elles soient mises en œuvre. S'agissant de relations de clientèle isolées, il a pu arriver aussi que des intermédiaires financiers assujettis ne respectent pas leurs obligations. Mais les suites civiles à donner n'incombent pas à la FINMA, ce sont des litiges qui relèvent des tribunaux civils. Il n'en demeure pas moins que la FINMA a identifié d'importantes lacunes réglementaires, auxquelles il convient de remédier afin de mieux protéger les investisseurs à l'avenir.

2 Devoirs d'information de la banque dans le processus de placement

Les deux enquêtes se sont appuyées tout d'abord sur le droit en vigueur tel qu'il résulte de la loi et de la jurisprudence du Tribunal fédéral. Par souci de clarté, nous en rappelons ci-après très brièvement les éléments principaux.

Dans le cadre de l'activité de placement des banques, les relations de clientèle se classent sommairement en trois catégories: on distingue la clientèle qui n'a avec l'établissement qu'une simple relation de compte et de dépôt («execution only»), la clientèle de conseil («advisory») et la clientèle de gestion de fortune¹. Dans le cadre d'opérations de négoce de valeurs mobilières et de placement d'actifs, les devoirs d'information de la banque envers ses clients résultent du droit du mandat tel qu'établi par le code suisse des obligations (CO; RS 220) ainsi que de l'article 11 de la loi sur les bourses (LBVM; RS 954.1), lequel prévoit des normes minimales quant aux devoirs prudeniels d'information, de diligence et de loyauté (voir encadrés Contexte juridique 1 et 2).

En vertu du droit du mandat, l'existence et l'ampleur de l'obligation que peut avoir une banque d'informer son client sur les risques liés aux opérations sur titres ou au placement de ses avoirs se déterminent selon deux critères: d'une part, le type de relation contractuelle existant entre le client et la banque (tenue de compte/dépôt, conseil en placement ou gestion de fortune, y compris dans chaque cas les prestations de conseil éventuellement convenues), et d'autre part le besoin d'information identifiable chez le client. La règle d'or est que plus le client est novice en matière de placement, plus les devoirs d'information de la banque sont étendus. L'art. 11 al. 2 LBVM ancre d'ailleurs ce principe, sans que la loi évoque des devoirs d'information et, le cas échéant, de conseil plus étendus. Selon la jurisprudence, ceux-ci existent sous certaines conditions en cas de relation de confiance particulièrement étroite, ou lorsque le client a besoin d'être protégé, ou encore lorsqu'un contrat de conseil ou de gestion de fortune en bonne et due forme a été signé.

Globalement, une banque peut en principe admettre que son client connaît les risques habituellement liés à l'achat, à la vente et à la détention de valeurs mobilières (papiers-valeurs négociables tels qu'actions, obligations, parts de fonds de placement, etc.). Comptent par exemple parmi ces risques,

¹ Ne sont pas traités ici les devoirs des gérants de fortune indépendants, c'est-à-dire des personnes qui, indépendamment de toute banque ou de tout négociant en valeurs mobilières, se voient confier par un client le mandat de gérer ses avoirs déposés auprès d'une banque ou d'un négociant en valeurs mobilières. Ne sont pas traités non plus les éventuels devoirs des banques et négociants en valeurs mobilières envers des gérants de fortune indépendants.

pour les obligations, le risque de solvabilité, c'est-à-dire le risque que le débiteur ne soit pas en mesure de rembourser le montant nominal de l'obligation à l'échéance et, pour les actions comme pour les obligations, le risque de cours et de marché, c'est-à-dire le risque que la valeur des placements fluctue. Le devoir d'information porte donc sur les facteurs de risque particuliers qui excèdent les risques habituels lorsqu'on a affaire à un type d'opération présentant un profil de risque accru ou complexe; en dehors des catégories de clientèle qualifiées citées plus haut, la banque n'a à informer ses clients que sur le type d'opération concerné, mais pas sur la transaction en elle-même. Si, dans le cadre d'une prestation de conseil concrète et contre toute attente, la banque constate que son client ignore même les risques habituels, elle doit l'informer en conséquence. De même, la banque n'est en général pas tenue d'expliquer au client qu'il convient de ne pas «mettre tous ses œufs dans le même panier». En matière de placement, on parle à cet égard de «diversification»: en d'autres termes, répartir les placements entre divers instruments de diverses entreprises, divers secteurs, diverses régions, diverses monnaies, etc., permet en principe de réduire le risque de placement.

Les devoirs d'information sont réduits au minimum – voire, s'agissant des risques habituels, largement inexistant – lorsque le client n'a manifestement pas besoin d'être informé par sa banque, ou souhaite expressément ne pas l'être. Tel est le cas par exemple lorsqu'il maîtrise suffisamment la situation de placement en question et/ou lorsque le lien contractuel consiste uniquement, pour la banque, à tenir le compte et le dépôt et à exécuter des transactions sur ordre du client, hors de toute relation de confiance particulièrement étroite ou de tout contrat de conseil ou de gestion de fortune en bonne et due forme. Toutefois, même dans ce contexte, il existe exceptionnellement un devoir d'avertissement lorsque la banque, faisant preuve de la vigilance qui lui incombe, ne peut que constater que le client n'a pas identifié un risque donné lié au placement².

Contexte juridique 1: Prescriptions prudentielles minimales concernant l'activité de placement...

En vertu de l'art. 11 LBVM, une norme double prévoyant à la fois des prescriptions de droit de la surveillance et des prescriptions de droit civil, les négociants en valeurs mobilières³ ont envers leurs clients des devoirs d'information, de diligence et de loyauté («règles de conduite»). S'agissant du devoir d'information, la loi exige qu'ils informent en particulier les clients sur les risques liés à un type de transactions donné, mais pas sur ceux afférents à une transaction précise (al. 1 let. a). Les trois devoirs précités sont formulés sous forme de clauses générales et sont concrétisés notamment par les règles de conduite pour négociants en valeurs mobilières applicables à l'exécution d'opérations sur titres de l'Association suisse des banquiers (ASB), reconnues comme standards minimaux par la FINMA⁴.

Les règles de conduite de l'ASB stipulent expressément que le négociant peut en principe admettre que chaque client connaît les risques habituellement liés à l'achat, à la vente et à la détention de va-

² ATF 133 III 97, c. 7.1.2

³ Dans leur majorité, les banques autorisées en Suisse disposent aussi d'une autorisation d'exercer en qualité de négociants en valeurs mobilières octroyée par la FINMA.

⁴ Concernant la reconnaissance comme standards minimaux par la FINMA, cf. Annexe I Cm 13 de la circulaire de la FINMA (Circ.-FINMA) 08/10 Normes d'autorégulation reconnues comme standards minimaux (<http://www.finma.ch/f/regulierung/Documents/finma-rs-2008-10-f.pdf>); les Règles de conduite peuvent être consultées sous http://www.swissbanking.ch/8019_f.pdf (version de 1997) et http://www.swissbanking.org/801908_f.pdf (version de 2008).

leurs mobilières, dont font partie en particulier, s'agissant d'obligations, le risque de solvabilité du débiteur. Le devoir d'information résultant du droit boursier porte sur les facteurs de risque qui excèdent ces risques généraux et sont propres aux types de transactions présentant un potentiel de risque accru (p. ex. les dérivés) ou un profil de risque complexe (p. ex. les produits structurés). L'étendue du devoir d'information s'accroît en proportion du potentiel de risque et de la complexité de la catégorie de titres concernée.

L'information peut se faire sous une forme standardisée. Dans ce cas, il convient d'admettre que le client est inexpérimenté. L'étendue et le contenu de l'information doivent être adaptés à des (catégories de) clients disposant d'un niveau d'expérience et de connaissance objectivement bas. Si le négociant informe de manière standardisée, l'information doit en outre être délivrée sous une forme généralement compréhensible et de la même manière pour tous les clients. En pratique, l'information standardisée se fait fréquemment à l'aide de documents d'information sur les risques («Risk Disclosure Statements»). La brochure de l'ASB intitulée «Risques particuliers dans le commerce de titres» est généralement remise au client. Elle contient des informations détaillées sur les risques inhérents aux produits structurés.

En vertu du droit en vigueur, ne font en principe pas partie des règles de conduite imposées par la loi sur les bourses, d'une part, la clarification de la situation financière du client et, d'autre part, le contrôle de l'adéquation entre la transaction envisagée et le client concerné au vu de la situation de ce dernier («Suitability Test»).

S'agissant du conseil en placement, la communication d'informations par la banque est soumise à des exigences accrues et, dans certains cas, répondant à d'autres critères de qualité. Il est en effet assez rare – du moins aujourd'hui – que le conseil en placement intervienne sur la base d'un contrat écrit. Plus fréquemment, il consiste en une activité de conseil de fait, sollicitée par le client ou proposée activement par la banque. Comme indiqué plus haut, des devoirs d'information similaires s'imposent à la banque en présence d'une relation de confiance particulièrement étroite ou d'un besoin de protection accru pour d'autres raisons. L'étendue du devoir d'information dépend de la nature (concrète) de la relation de conseil, mais va en principe plus loin que dans le cas d'une simple relation de compte ou de dépôt: elle porte par exemple sur la transaction précise envisagée et pas seulement sur les risques inhérents au type de transaction. Ce n'est en fin de compte qu'au cas par cas que l'on peut aujourd'hui apprécier ce qu'il y a lieu de faire en présence d'une recommandation de placement: la fourchette va de la simple indication de placement, où le placement doit être correctement évalué, à la recommandation formulée au regard de la situation financière et de l'objectif de placement du client, en passant par des cas où la banque se prononce aussi en fonction de la structure du dépôt du client. Ce qui est dû concrètement au client dépend notamment de la manière dont la recommandation est présentée et du contexte dans lequel le conseil sollicité par le client doit être envisagé. La décision de placement proprement dite incombe au client, qui en assume la responsabilité.

Le devoir d'information de la banque se pose en des termes radicalement différents en matière de gestion de fortune. Là, c'est en effet la banque qui prend les décisions de placement dans le cadre de la stratégie convenue avec le client. L'activité de conseil de la banque ne porte donc pas sur des décisions de placement concrètes, mais sur l'évolution de la stratégie compte tenu des objectifs du client (rendement, liquidité et autres), de sa propension au risque et de sa capacité de risque. Le contrat de gestion de fortune doit être conclu par écrit (voir encadré Contexte juridique 2).

Contexte juridique 2: ... et le mandat de gestion de fortune

Dans sa circulaire 2009/1 Règles-cadres pour la gestion de fortune⁵, entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2009, la FINMA a posé des exigences pour la reconnaissance comme standards minimaux obligatoires des prescriptions des organisations professionnelles en matière de gestion de fortune. En vertu de cette circulaire, toute autorégulation reconnue par la FINMA doit prévoir au minimum que le contrat de gestion de fortune, obligatoirement conclu en la forme écrite, contient des indications sur l'étendue des pouvoirs du gérant de fortune, les objectifs et les restrictions de placement, la monnaie de référence, la méthode et la périodicité de la reddition de compte au client, la rémunération du gérant de fortune et une possible délégation de tâches à des tiers.

Le gérant de fortune doit quant à lui présenter toutes garanties d'une activité irréprochable, ce qui est explicité en trois points: devoir de fidélité, devoir de diligence et devoir d'information. Dans le cadre du devoir de fidélité, le gérant de fortune doit veiller aux intérêts de ses clients. Il doit s'organiser de façon à éviter les conflits d'intérêts (y compris ceux résultant de la structure de rémunération) et à exclure tout désavantage pour ses clients en raison de tels conflits d'intérêts; en cas de conflits d'intérêts inévitables, il lui incombe d'en informer les clients.

Dans le cadre du devoir de diligence, il doit notamment être exigé du gérant de fortune qu'il adapte en permanence son organisation en fonction du nombre de ses clients, du volume des actifs sous gestion, des stratégies de placement suivies et des produits choisis. Le gérant de fortune doit s'assurer que les placements effectués concordent en permanence avec les objectifs et restrictions de placement. Dans la mesure où les stratégies de placement le permettent, il doit veiller à une répartition adéquate des risques.

Dans le cadre du devoir d'information enfin, le gérant de fortune doit s'engager à rendre ses clients attentifs aux règles de conduite de l'organisation professionnelle dont il est membre. Celles-ci doivent notamment prévoir que le gérant de fortune informe de façon adéquate ses clients, compte tenu de leurs connaissances, sur les risques liés aux objectifs et restrictions de placement définis. A cet effet, une information standardisée est suffisante. En cas de changements importants dans son organisation ou son actionnariat, le gérant de fortune doit en informer les clients concernés. Il doit rendre compte de sa gestion régulièrement et sur demande des clients.

La rémunération du gérant de fortune fait l'objet d'un chapitre à part, où il est exigé à titre liminaire que le gérant de fortune règle dans les contrats écrits passés avec ses clients la nature, les modalités et les éléments de sa rémunération. Ces contrats doivent aussi définir qui est bénéficiaire des prestations de tiers reçues par le gérant de fortune en relation avec son mandat ou à l'occasion de son exécution. Les paramètres de calcul ou les fourchettes de ces prestations doivent être communiqués au client, si possible classés par produits. Doivent également être communiquées sur demande aux clients les prestations reçues de tiers et attribuables à ces clients moyennant des efforts raisonnables, notamment les *finder's fees* et les rétrocessions sur courtages et commissions de dépôt. Si l'acceptation de ces prestations de tiers entraîne des conflits d'intérêts, le gérant de fortune doit y rendre le client attentif.

⁵ <http://www.finma.ch/f/regulierung/Documents/finma-rs-2009-01-f.pdf>

Pour leurs membres non assujettis à la surveillance de la FINMA, les organisations professionnelles doivent prévoir un contrôle du respect de leurs règles de conduite ainsi que des sanctions en cas de manquements.

S'agissant des banques et négociants en valeurs mobilières, ce sont les directives de l'ASB concernant le mandat de gestion de fortune, en vigueur dans leur version actuelle depuis le 1^{er} janvier 2006, qui s'appliquent. Ces directives sont des règles de comportement reconnues par la FINMA⁶, mais dont les dispositions relatives aux rémunérations devront être adaptées à la Circ.-FINMA 2009/1 pour le 30 juin 2010 au plus tard. Les tribunaux civils y recourent comme règles d'usage dans le cadre de l'interprétation du droit du mandat applicable, car elles contiennent les principes régissant les contrats de gestion de fortune conclus entre une banque ou un négociant en valeurs mobilières et son client. Concrètement, elles définissent de manière relativement détaillée les modalités d'exécution du mandat. Par le mandat de gestion de fortune, le client autorise la banque à accomplir tous les actes qu'elle jugera utiles à la gestion du compte, pour autant qu'ils entrent dans le cadre des opérations bancaires ordinaires en la matière. La banque exerce le mandat avec diligence en tenant compte de la situation personnelle du client dans la mesure où celle-ci peut lui être connue. Elle agit d'après sa libre appréciation dans le cadre des objectifs d'investissement fixés avec le client et dans le respect d'éventuelles instructions spécifiques de celui-ci. Le mandat de gestion de fortune ne confère cependant pas à la banque le droit de retirer des actifs.

La banque doit exercer sur les avoirs qui lui sont confiés une surveillance régulière et choisir avec soin les placements qui figureront dans le dépôt du client. Elle doit veiller à une diversification suffisante et éviter les grands risques que provoquerait une concentration anormale sur un nombre trop limité de placements. Sauf convention contraire avec le client, les investissements sont limités à des instruments de placement courants et aisément négociables. Les investissements dans des instruments émis par des sociétés créées ou contrôlées directement ou indirectement par la banque ne sont autorisés que s'il s'agit d'instruments normalement répandus dans le public. En vertu du mandat de gestion de fortune, la banque n'est autorisée ni à effectuer des opérations de crédit pour le compte du client, ni à rendre le compte potentiellement débiteur. Enfin, les directives concernant le mandat de gestion de fortune fixent les conditions applicables aux placements non traditionnels, options, opérations «Stillhalter» et instruments financiers à terme.

Les directions de fonds et gestionnaires de placements collectifs ont des prescriptions particulières à respecter. Celles-ci sont fixées par la loi sur les placements collectifs ainsi que par l'autorégulation de la Swiss Funds Association (SFA) qui en résulte partiellement.

3 Affaire Madoff

Déclencheur

Lorsqu'en décembre 2008, Bernard L. Madoff a provoqué la stupeur dans le monde en avouant exploiter depuis des décennies un gigantesque système pyramidal, et ce par le biais d'intermédiaires

⁶ Cf. Annexe I Cm 7 Circ.-FINMA 08/10 (<http://www.finma.ch/f/regulierung/Documents/finma-rs-2008-10-f.pdf>)

financiers relevant principalement de la réglementation américaine, les intermédiaires financiers suisses et leurs clients se sont immédiatement alarmés: en avaient-ils été victimes, et dans quelle mesure? Une enquête de la FINMA a révélé que la clientèle avait été gravement lésée, en particulier la catégorie «execution only», tandis que la clientèle de gestion de fortune s'en tirait nettement mieux. Les fonds suisses autorisés, ainsi que les fonds étrangers autorisés à la distribution en Suisse, ont eux aussi été affectés dans une moindre mesure.

Chronologie de l'affaire Madoff

Comme souvent en cas de crise, les soubresauts financiers de 2007/2008 ont mis au jour diverses affaires de fraude: la plus spectaculaire, et de loin, est l'affaire Madoff, un système pyramidal impliquant diverses sociétés et qui a fonctionné aux Etats-Unis pendant des décennies, au nez et à la barbe de la SEC. Le préjudice est estimé à quelque 65 milliards d'USD.

Selon ses propres déclarations, Bernard L. Madoff a commencé dès le début des années 1990 à mettre en place un système pyramidal alimenté par les fonds qui lui étaient confiés à des fins de placement: lorsque des clients voulaient toucher les plus-values prétendument réalisées ou disposer des capitaux placés et des plus-values, le système consistait à leur verser en fait les fonds investis – les leurs ou ceux d'autres clients. Pendant au moins deux décennies, Bernard L. Madoff est parvenu à donner à ces investisseurs (de plus en plus) fortunés le sentiment que c'était un privilège de pouvoir lui confier leurs capitaux. Dans leurs décisions de placement, cette prétendue «exclusivité» était sans doute un facteur non négligeable. Bernard L. Madoff entretenait soigneusement et méthodiquement cette demande en versant à ses investisseurs des plus-values supérieures à la moyenne et en leur permettant des retraits intégraux mensuels, voire bimensuels, et ce pendant des années. Par rapport aux intermédiaires financiers qui, vers la fin du système, endossaient de plus en plus le rôle d'apporteurs de fonds, Bernard L. Madoff faisait figure de partenaire attrayant: en effet, il n'encaissait pas lui-même les commissions usuelles (de gestion et/ou de performance) et prétendait se satisfaire des courtages résultant des diverses opérations financières. Pour les investisseurs comme pour les intermédiaires, ceci rendait les placements dans des véhicules Madoff particulièrement intéressants, surtout lorsqu'un établissement constituait son propre *feeder fund*⁷.

En tant que pionnier du négoce boursier électronique, Bernard L. Madoff avait participé activement à la création de la National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ), qui est aujourd'hui le deuxième marché des actions aux Etats-Unis en termes de volumes négociés. En 1990, 1991 et 1993, il avait été directeur du NASDAQ, ce qui a durablement contribué à flatter sa réputation dans les milieux financiers.

Des activités de Bernard L. Madoff, personne ne savait rien; il s'agissait d'une véritable «black box». Sa stratégie de placement, baptisée «split-strike conversion», restait obstinément secrète et opaque. Il empêchait tous les investisseurs de suivre au jour le jour les opérations effectuées. Il se contentait de rendre compte au bout de plusieurs jours, le temps d'inventer de toutes pièces des transactions lucratives et de pouvoir produire des justificatifs falsifiés en quantités à peine imaginables. Quiconque voulait investir chez Bernard L. Madoff acceptait d'emblée ces règles du jeu, puisqu'en fin de compte l'objectif était d'être accepté dans le cercle très fermé de ses clients. Des candidats au placement

⁷ Un fonds dont le patrimoine était majoritairement ou intégralement investi chez Bernard L. Madoff Investment Securities, qui faisait office de gestionnaire de dépôt / gérant de fortune.

étaient constamment refusés, mais cela faisait partie du système: le sentiment d'exclusivité, notamment, n'en était que renforcé.

Pour dissimuler la fraude, Bernard L. Madoff a multiplié les agissements visant à simuler les prétendues activités de négoce aux yeux de l'autorité de surveillance, du secteur financier dans son ensemble et des clients, et ainsi à éviter que le système ne soit dévoilé. On peut citer à cet égard des flux de paiements internationaux fictifs entre les diverses sociétés Madoff, des fausses déclarations faites sous serment, des rapports d'audit mensongers remis à l'autorité de surveillance dans le cadre d'investigations, ou encore la clôture *in extremis* de positions ouvertes pour éviter des déclarations.

Résultats de l'enquête

Chez les intermédiaires financiers assujettis, la FINMA a constaté des écarts très importants quant à l'organisation du processus de placement, aux modalités des contacts avec les clients et à la documentation y afférente. D'un point de vue prudentiel, le bilan global est que la protection des investisseurs est aujourd'hui insuffisamment réglementée. De plus, des mesures correctives se sont révélées nécessaires chez quelques intermédiaires financiers, et la FINMA s'est penchée sur cette question.

Dans leur grande majorité, les clients lésés avaient investi sciemment dans les placements à risque touchés par l'affaire Madoff. Ces investisseurs souvent fortunés étaient attirés en particulier par les rendements supérieurs à la moyenne qu'affichait Bernard L. Madoff année après année. Et dans leur grande majorité aussi, ils étaient conscients des risques de marché qu'ils prenaient en effectuant ces placements – mais pas du risque de devenir les victimes d'une fraude.

Dans certains établissements, des améliorations se sont révélées nécessaires au niveau du processus de sélection et de la surveillance courante des produits recommandés. De plus, les risques inhérents aux opérations de placement dans leur ensemble, mais aussi à l'activité de banque dépositaire, avaient parfois été sous-estimés. A cet égard, la FINMA attend des établissements assujettis qu'ils renforcent leurs processus de placement à l'avenir, y compris en respectant les exigences qui s'imposent en matière de gestion des risques.

Dans les cas où la clientèle de gestion de fortune était touchée, la grande majorité des placements Madoff se situait dans la fourchette convenue et autorisée en vertu des directives de l'ASB concernant le mandat de gestion de fortune pour les placements à risque. Toutefois, même dans le cadre de mandats de gestion de fortune, il est apparu ici ou là que la diversification était insuffisante, même si certains de ces écarts répondaient à des demandes expresses des clients.

S'agissant de la gestion des risques par les établissements assujettis, des différences notables sont apparues quant à la qualité des dossiers clients. Certains établissements avaient insuffisamment documenté leurs interactions avec les clients, ce qui peut s'avérer problématique en cas de litige si la charge de la preuve incombe à la banque. Ce phénomène s'est révélé patent dans le cas de simples relations de dépôt («execution only»), dès lors que le titulaire du dépôt prétendait que la banque lui avait conseillé un placement précis.

L'enquête a révélé que les directives de l'ASB concernant le mandat de gestion de fortune, reconnues par la FINMA comme standards minimaux⁸, laissent aux établissements une grande liberté dans la mise en œuvre de la stratégie de risque choisie par le client, notamment quant à la diversification et à la part des placements non traditionnels en portefeuille.

A la lumière de l'affaire Madoff, la distinction établie par la loi sur les placements collectifs entre investisseurs (de détail) nécessitant d'être protégés et investisseurs qualifiés nécessitant d'être moins protégés ne s'est pas révélée entièrement convaincante. Selon la FINMA, les critères «placements financiers d'au moins deux millions de francs» et «contrat écrit de gestion de fortune», ce dernier étant soumis lui-même à certaines conditions minimales, se sont révélés trop formels, d'autant plus que, s'agissant d'investisseurs qualifiés, la loi ignore largement des caractéristiques personnelles essentielles comme les connaissances et la capacité de risque individuelle (voir encadré Contexte juridique 3).

Contexte juridique 3: Quelles catégories d'investisseurs le droit de la surveillance prévoit-il?

Sur le modèle de l'UE, le législateur suisse a introduit deux niveaux de protection distincts pour les investisseurs. Il considère que par rapport à l'investisseur ordinaire (de détail), l'investisseur dit «qualifié» a moins besoin d'être protégé. Par investisseurs qualifiés, on entend notamment les intermédiaires financiers soumis à la surveillance prudentielle de la FINMA, les corporations de droit public et les institutions de prévoyance professionnelle dont la trésorerie est gérée à titre professionnel, mais aussi les particuliers fortunés et les investisseurs qui ont conclu un contrat écrit de gestion de fortune avec un intermédiaire financier (art. 10 al. 3 et 4 LPCC). Des particuliers sont réputés «fortunés» dès lors qu'ils disposent, au moment de leur acquisition, de placements financiers d'au moins 2 millions de francs (art. 6 al. 1 de l'ordonnance sur les placements collectifs [OPCC; RS 951.311]). Sont également réputés «qualifiés» les investisseurs qui ont conclu le contrat avec un gestionnaire affilié à un organisme d'autorégulation sur le blanchiment d'argent, dès lors que celui-ci est soumis aux règles d'organisation édictées par une organisation professionnelle qui sont reconnues comme exigences minimales par la FINMA et dès lors que le contrat est conforme aux directives reconnues (art. 6 al. 2 OPCC et Circ.-FINMA 09/1⁹).

Selon le législateur et le Conseil fédéral, le moindre besoin de protection des investisseurs qualifiés se justifie par le fait que la FINMA, s'agissant des placements collectifs suisses qui leur sont exclusivement réservés, peut alléger certaines conditions d'autorisation ou d'approbation voire y renoncer tout à fait. S'agissant des placements collectifs étrangers, ils relèvent de la LPCC dès lors qu'il est fait appel au public (voir encadré Contexte juridique 4). Pour qu'il puisse être fait appel au public, les conditions sont notamment que ces placements soient soumis, dans l'Etat de domicile de la direction de fonds ou de la société, à une surveillance équivalente à la surveillance suisse, ou que l'organisation, les droits des investisseurs ou la politique de placement soient équivalents aux prescriptions suisses. Un allègement des conditions d'autorisation tel qu'il existe pour les placements collectifs suisses réservés à des investisseurs qualifiés est donc exclu.

Certains établissements ont fait part de leurs difficultés organisationnelles à intégrer parfaitement dans leur processus de placement les restrictions prudentielles concernant les placements collectifs (le plus souvent) étrangers non autorisés à la distribution par appel au public. Ceci vaut notamment pour

⁸ Voir note de bas de page 6

⁹ Voir note de bas de page 5

l'adaptation de l'offre de produits à la clientèle de détail et aux «particuliers fortunés». On a ainsi été confronté de manière répétée à des situations où des investisseurs s'étaient vu recommander un produit non autorisé à la distribution par appel au public alors qu'ils n'étaient pas «fortunés» et n'avaient pas conclu de contrat de gestion de fortune écrit. Il incombe aux établissements assujettis de se montrer plus stricts quant au respect des restrictions prudentielles en matière de distribution de placements collectifs. Dans le même temps, la FINMA examine l'opportunité d'une abrogation des règles en vigueur à moyen terme (voir encadré Contexte juridique 4 et encadré Projet «Règles applicables à la distribution» de la FINMA).

Contexte juridique 4: Prescriptions prudentielles concernant la distribution de placements collectifs étrangers

La distribution de placements collectifs étrangers par appel au public en Suisse est réglementée sous deux angles. D'une part, les documents déterminants de ces placements collectifs doivent être approuvés par la FINMA (voir encadré Contexte juridique 3); d'autre part, la personne ou la société qui effectue la distribution doit y être autorisée par la FINMA (art. 19 LPCC).

En conséquence, les placements collectifs étrangers non autorisés à la distribution par appel au public en Suisse ne peuvent pas être proposés à la clientèle de détail. Cette restriction ne s'applique toutefois pas aux particuliers fortunés. Ces derniers peuvent détenir en dépôt des placements collectifs étrangers non autorisés à la distribution par appel au public en Suisse dès lors que ceci résulte d'un contrat écrit de gestion de fortune (art. 6 OPCC et Circ.-FINMA 08/8¹⁰ Cm 11) ou d'une recommandation verbale.

Enfin, l'affaire Madoff a montré l'importance et, dans le même temps, les difficultés potentielles de l'exigence légale d'indépendance concernant les organes des directions de fonds intégrées dans des groupes financiers. Certes, dans le cadre de son enquête, la FINMA n'a pas constaté à cet égard de manquements au droit de la surveillance; elle rappelle néanmoins aux établissements assujettis qu'en cas de crise notamment, il est essentiel de scinder strictement les directions de fonds des éventuelles sociétés du groupe qui les chapeautent. En vertu de la loi, les directions de fonds et leurs organes doivent veiller exclusivement aux intérêts des investisseurs détenant des parts de placements collectifs gérés par lesdites directions de fonds.

4 Distribution de produits Lehman à la clientèle de détail

Déclencheur

La faillite de la célèbre banque d'investissement américaine Lehman Brothers Inc. et de sa société mère, Lehman Brothers Holding Inc., qui s'était mise sous la protection de la loi le 15 septembre 2008, a provoqué elle aussi une puissante onde de choc internationale. Avec le groupe Lehman, c'était notamment un émetteur important de produits structurés qui s'effondrait. Un tel événement était alors

¹⁰ Circulaire 2008/8 Appel au public - placements collectifs du 20.11.2008, voir <http://www.finma.ch/f/regulierung/Documents/finma-rs-2008-08-f.pdf>

jugé quasiment impossible par beaucoup d'opérateurs du marché: on s'attendait à ce qu'au pire des cas, le groupe Lehman bénéficie du soutien des autres acteurs ou, en dernier ressort, de l'Etat américain.

La défaillance du groupe Lehman a eu des répercussions sensibles sur la place financière suisse. En effet, des clients (de détail) des segments Gestion de fortune et Clientèle privée en Suisse avaient souvent acheté par l'intermédiaire de divers distributeurs des produits structurés émis par les sociétés du groupe Lehman, ou les détenaient en dépôt à la suite de l'activité de gestion de fortune des gérants qu'ils avaient désignés. Ce faisant, ils s'étaient exposés consciemment ou inconsciemment à un risque de contrepartie ou d'émetteur «Lehman».

Particulièrement répandus parmi les clients de détail, les produits structurés dits «à capital protégé» se sont trouvés sous les feux des projecteurs après la mise en faillite du groupe Lehman. La promesse de prestation de Lehman Brothers les concernant tendait à dire qu'à l'échéance du produit concerné, la banque émettrice rembourserait à l'investisseur au moins la valeur nominale de son placement (ou un autre montant fixe) – toujours sous réserve qu'elle soit alors solvable (voir encadré Définition1).

Définition 1: Qu'entend-on par «produits structurés à capital protégé»?

Les produits structurés sont des instruments de placement dont la valeur de remboursement résulte de l'évolution d'une ou plusieurs valeurs de base. Ils associent en règle générale divers instruments de placement (p. ex. option et obligation) pour en faire un nouveau produit. Ils constituent une sous-catégorie des produits structurés.

La dénomination «produits à capital protégé» reflète d'emblée la caractéristique majeure de ces produits: ils protègent le capital investi. Cette protection n'est cependant pas assurée en toutes circonstances. Ainsi, le remboursement du capital n'est garanti qu'à l'échéance. Or pendant la durée du produit, qui est souvent de plusieurs années, le cours peut parfaitement tomber en dessous du montant de remboursement garanti. De plus, le remboursement n'est généralement garanti que par l'émetteur ou le garant, de sorte qu'en cas d'insolvabilité de l'un ou de l'autre, la perte totale du placement n'est pas à exclure. Autre élément: la protection du capital n'est consentie en principe qu'à hauteur du prix d'émission initial (nominal) et non du prix d'achat (éventuellement supérieur). L'investisseur qui souscrit un produit à capital protégé pendant sa durée et à un cours supérieur au prix d'émission risque donc de se voir rembourser à l'échéance un montant inférieur au capital initialement investi. Il convient enfin de vérifier sur quel pourcentage du cours d'émission porte la protection du capital: il n'est pas rare en effet que ce pourcentage soit inférieur à 100%. Un placement à capital protégé repose en général sur une obligation (protection du capital) et une option, qui assure le cas échéant un surcroît de rendement.

La différence fondamentale entre produits structurés et placements collectifs réside dans le risque d'émetteur sous-jacent (risque de crédit ou de solvabilité). Par ailleurs, les produits structurés se distinguent en règle générale par leurs durées (plus courtes) ainsi que par le fait qu'ils peuvent potentiellement générer des rendements positifs quelle que soit la situation du marché (cours haussiers, baissiers ou stagnants).

Les huit dernières années ont vu les produits structurés devenir un phénomène de mode. On les considérait bien souvent comme une alternative aux fonds, jugés trop chers et le plus souvent soumis

à la surveillance exercée par l'autorité compétente sur les produits. Certes, l'existence d'un risque de contrepartie ou d'émetteur était en général connue mais, s'agissant des émetteurs de «bonne» qualité, la probabilité d'une défaillance était régulièrement évaluée comme très faible voire purement théorique. Avec le temps, de nombreuses banques de Suisse en sont venues à proposer à leur clientèle des produits structurés, y compris des produits structurés appartenant à la catégorie dite «à capital protégé» et réputés constituer des placements prudents. Certaines de ces banques proposaient des produits structurés à capital protégé non seulement à leur clientèle fortunée, mais aussi à leur clientèle de détail. Ces établissements, comme d'ailleurs la plupart des autres, distribuaient ces produits à l'aide de *term sheets* ou de documents similaires qui se contentaient de faire figurer en bonne place le nom ou le logo de la banque distributrice (*white labelling*).

Contexte juridique 5: Règles régissant la distribution de produits structurés en Suisse

En vertu des prescriptions de l'art. 5 LPCC, les produits structurés ne peuvent être offerts au public en Suisse que s'ils sont émis, garantis ou distribués par une banque, une assurance, un négociant en valeurs mobilières ou un établissement étranger soumis à une surveillance équivalente, et s'ils font l'objet d'un prospectus simplifié.

En premier lieu, le prospectus simplifié doit décrire, selon un schéma normalisé, les caractéristiques essentielles du produit (éléments-clés), son potentiel de gain et ses risques de perte ainsi que les risques significatifs supportés par l'investisseur; en deuxième lieu, il doit être rédigé de façon aisément compréhensible pour l'investisseur moyen; et en troisième lieu, il doit indiquer que le produit n'est pas un placement collectif et qu'il n'est pas soumis à l'autorisation de la FINMA.

Le prospectus simplifié n'est pas requis pour les produits cotés ou appelés à être cotés à la SIX Swiss Exchange, car le prospectus de cotation de cette dernière satisfait en principe aux exigences légales de transparence. Mais comme il peut s'écouler plusieurs semaines jusqu'à ce que ce prospectus de cotation soit disponible, la FINMA (comme avant elle la CFB) exige depuis le 19 juillet 2007 à la rubrique «FAQ» de son site Internet, sous Etablissements assujettis puis Produits structurés, que les prescriptions légales soient dûment respectées (au moyen d'un *term sheet* ou *fact sheet* et/ou d'une *offering circular*) jusqu'à la publication du prospectus de cotation.

La FINMA prévoit des règles similaires pour le segment important du marché primaire. Selon la volonté du législateur, les établissements ne sont en effet tenus de proposer le prospectus simplifié qu'en phase de marché secondaire, c'est-à-dire à compter de la date d'émission. Depuis le 19 décembre 2008, la FINMA exige à la rubrique «FAQ» précitée que «les *term sheets* indicatifs ou autres documents proposés à la signature avant l'émission contiennent des informations appropriées sur les caractéristiques essentielles du produit structuré (éléments-clés), son potentiel de gain et ses risques de perte ainsi que les risques significatifs supportés par l'investisseur»¹¹. En Suisse, les établissements assujettis doivent respecter cette exigence depuis fin 2008. Les documents concernés doivent en particulier mentionner le risque d'émetteur.

Après l'annonce de la mise en faillite du groupe Lehman, les banques qui avaient offert, recommandé et vendu des produits à capital protégé de ce groupe à leur clientèle (de détail) ont été les premières à devoir se justifier. Nombre de clients se sont indignés de devoir supporter (seuls) le risque d'émetteur

¹¹ Voir FAQ n° 14 sous <http://www.finma.ch/f/faq/beaufsichtigte/Pages/faq-strukturierte-produkte.aspx> (en allemand uniquement)

lié à l'achat des produits. Quelques banques ont accepté sans attendre de prendre en charge pour leurs clients tout ou partie des pertes générées par ces placements, indépendamment des relations contractuelles en place. D'autres banques en revanche ne se sont pas montrées immédiatement disposées à dédommager l'ensemble de leur clientèle ou certaines catégories de clients. Credit Suisse notamment entendait examiner au cas par cas, au regard des dispositions contractuelles concernées et du droit civil applicable, si les clients avaient effectivement droit à un dédommagement. Cette attitude lui a valu de violentes critiques, ce qui l'a ensuite incitée à changer son fusil d'épaule. Si l'on fait le bilan aujourd'hui, Credit Suisse a indemnisé un nombre relativement important de clients dans le cadre de son «offre en signe de bonne volonté», sans pour autant que les prétentions de droit civil aient fait l'objet d'examen individuels.

Définition 2: L'épargnant «au sens strict», un investisseur *sui generis* selon l'Ombudsman des banques suisses

Dans le sillage de la faillite Lehman, l'Ombudsman des banques suisses a été saisi d'un nombre sans précédent de requêtes émanant de clients des banques. Lors de l'examen de ces requêtes, il a constaté un phénomène nouveau et frappant: dans bien des cas, on avait vendu des produits structurés à capital protégé à des clients novices en matière boursière et présentant une propension au risque extrêmement réduite. Selon lui, à la différence des crises boursières antérieures, cette crise a touché une nouvelle catégorie de clients, les «épargnants au sens strict» – une catégorie qui se distingue fondamentalement de la catégorie habituelle des «investisseurs» telle qu'on la connaissait. Par «épargnant au sens strict», l'Ombudsman entend toute personne pour qui la sécurité du placement est une priorité absolue. L'épargnant au sens strict confie son argent à la banque qui lui inspire confiance. Pour cette raison, il fait aussi confiance à son conseiller auprès de la banque. Les opérations boursières ne lui sont pas familières et il ne lui viendrait pas à l'idée de se renseigner sur d'autres formes de placement. Son argent est déposé sur un compte ou placé tout au plus en obligations de caisse ou sur un compte à terme. Il n'opte pour un autre produit que si son conseiller le démarche activement et lui recommande des placements présentés comme tout aussi sûrs que ceux qu'il détient déjà. Toute perte de capital est exclue d'emblée. Contrairement à l'épargnant, toujours selon l'Ombudsman, l'investisseur se préoccupe lui-même de son argent. Il suit les marchés qui l'intéressent et attend de son conseiller qu'il lui recommande des alternatives. Pour lui, c'est le rendement qui – parmi d'autres éléments – est décisif. L'Ombudsman considère que les produits émis par des émetteurs étrangers ne conviennent pas à l'épargnant au sens strict, en raison des risques liés à leur provenance étrangère (p. ex., en cas de faillite, difficulté pour faire valoir ses droits patrimoniaux). Quels que soient les documents qui lui sont remis, il préconise que l'épargnant au sens strict soit informé clairement et concrètement sur deux aspects: à qui incombe le remboursement et quels sont les risques y afférents. La banque doit en outre veiller à ce que l'épargnant au sens strict n'achète des produits et ne prenne des risques que s'il les a compris, étant entendu que des termes comme «émetteur» ne sont pas compréhensibles pour lui et que des notions comme «protection du capital» suscitent des attentes qui ne correspondent pas à la réalité; une décision basée sur les bonnes relations entretenues depuis des années et sur la confiance du client en son conseiller ne répond pas à ces exigences. Enfin, selon l'Ombudsman, il incombe à la banque de prouver qu'elle a respecté son devoir d'information.

De fait, quantité de clients de détail inexpérimentés en matière financière ont investi dans des produits structurés à capital protégé émis par les émetteurs les plus divers et, dans bien des cas, ils ont notamment pris cette décision sur le conseil de collaborateurs des banques. Les restrictions et définitions concernant l'«épargnant au sens strict» en matière de placement, soumises au débat par l'Ombudsman, sont certes intéressantes au regard de la protection des investisseurs, mais le droit en vigueur ne permet pas de les étayer. Toutefois, la FINMA prend note des remarques de l'Ombudsman, qu'elle partage, quant au caractère insuffisant de la protection des investisseurs lorsque ceux-ci sont des clients de détail.

Enquête de la CFB/FINMA

Afin d'évaluer les incidences de la faillite du groupe Lehman sur l'activité de placement en Suisse, la CFB/FINMA a mené dès l'automne 2008 une enquête de grande ampleur. Il s'agissait d'analyser les modalités et l'étendue de la distribution de produits structurés à capital protégé émis par des filiales de Lehman Brothers Holdings Inc. Etaient particulièrement en point de mire les documents de vente, les processus de placement, l'information sur les risques ainsi que le mode de collaboration entre les intermédiaires financiers suisses et les sociétés émettrices appartenant au groupe Lehman. La FINMA a examiné de très près, notamment, la question du *white labelling* ainsi que les autres éléments des *term sheets* ou *fact sheets*.

Au vu de premiers résultats, la FINMA a ouvert au printemps 2009 une procédure à l'encontre de Credit Suisse. Elle a examiné dans ce cadre comment la banque en était venue à choisir des sociétés du groupe Lehman comme émettrices, comment les départements Investment Banking et Private Banking de Credit Suisse collaboraient et comment le processus de placement de Credit Suisse était organisé pour la clientèle dite de détail. Dans d'autres établissements, la FINMA a analysé des opérations sur le marché primaire pour déterminer si et dans quelles circonstances on avait facturé des commissions de vente aux clients alors que dans le même temps, on encaissait des rétrocessions octroyées par les émetteurs. Ces investigations ont porté sur les accords contractuels sous-tendant ces opérations.

La procédure à l'encontre de Credit Suisse a révélé que les problèmes identifiés à la suite de la faillite du groupe Lehman n'étaient pas propres à Credit Suisse, mais liés à des questions de fond concernant la réglementation des produits structurés.

Suspension de la procédure à l'encontre de Credit Suisse

En novembre 2009, la FINMA a clôturé la procédure ouverte à l'encontre de Credit Suisse en relation avec la vente de produits structurés à capital protégé du groupe Lehman à des clients de détail. La FINMA a abouti aux conclusions suivantes:

- Dans le choix des émetteurs de produits structurés à capital protégé destinés à la clientèle de détail, Credit Suisse n'a pas particulièrement privilégié les sociétés du groupe Lehman; la banque n'a pas non plus forcé les ventes de produits du groupe Lehman à cette même clientèle en 2008, notamment juste avant la faillite de l'entreprise, ni transféré des produits de ses propres portefeuilles vers des dépôts de clients. Credit Suisse a été affectée autant que ses clients par la faillite du groupe Lehman.

- Les rétrocessions de distribution (*structuring fees* et *holding fees*) encaissées par le département Investment Banking de Credit Suisse étaient conformes au niveau du marché.
- Le fait que les sociétés émettrices aient été des sociétés du groupe Lehman et non Credit Suisse elle-même, Goldman Sachs, la Deutsche Bank ou la BNP était indifférent à la date de l'achat ou de la décision de placement. Jusqu'à sa mise en faillite, le groupe Lehman bénéficiait d'une bonne solvabilité: il était noté A2 (Moody's), à peine en dessous de Credit Suisse (Moody's Aa2) ou d'autres émetteurs. L'élément décisif était bien davantage la disponibilité d'un produit structuré à capital protégé sur le marché primaire au moment souhaité. Il n'y a pratiquement jamais eu d'achats sur le marché secondaire.
- La FINMA est parvenue par ailleurs à la conclusion que les produits structurés à capital protégé, en eux-mêmes, sont adaptés pour une distribution à la clientèle de détail; en termes de risque d'émetteur, ils sont comparables à des obligations de caisse ou à des obligations ordinaires.
- Credit Suisse, comme la plupart des autres distributeurs, utilise pour l'information sur les produits et les risques des «white label fact sheets». Le risque inhérent aux documentations «white label» est que le client soit amené à penser qu'il acquiert un produit de placement du distributeur, et que donc il encourt un risque de crédit à l'égard de l'établissement vendeur. Il convient en conséquence d'accorder à une bonne information sur les risques toute l'importance qu'elle mérite. Au regard du droit en vigueur toutefois, la conception des documents (*fact sheets*) utilisés par Credit Suisse pour les entretiens de conseil et/ou de vente ne peut donner lieu à contestation. Dans tous les documents, Credit Suisse mentionnait l'émetteur (qu'il s'agisse d'une société du groupe Lehman ou d'un autre émetteur) ainsi que le risque d'émetteur, quoique pas de façon très évidente (ceci a changé après la faillite du groupe Lehman). Dans le même temps, Credit Suisse assurait sous une forme standardisée (et conformément à la pratique de la FINMA et à la jurisprudence des tribunaux) l'information de ses clients sur les risques particuliers dans le commerce de titres, à l'aide des brochures publiées par l'ASB. Si l'on considère, comme le fait le droit civil suisse, qu'un investisseur est un adulte responsable, Credit Suisse n'encourt aucun reproche au regard du droit de la surveillance quant à la conception de sa documentation de vente.
- La FINMA n'a constaté aucun comportement fautif global et systématique de la part de Credit Suisse dans les opérations de vente de produits structurés à capital protégé du groupe Lehman à sa clientèle de détail. Le fait que des produits structurés à capital protégé aient été recommandés à cette clientèle dans le cadre d'entretiens de conseil n'est pas contestable en soi. Mais des erreurs de conseil ont été commises dans divers cas.

L'enquête de la FINMA a fait apparaître quelques lacunes fondamentales, que ce soit dans la réglementation de l'activité de placement en général ou sur le segment de la clientèle de détail en particulier, où le conseil en placement est important. La FINMA en prend note. S'agissant des produits structurés, on ne peut que remarquer que les prescriptions édictées par le législateur pour protéger les investisseurs ont été totalement inopérantes: le prospectus simplifié exigé par l'art. 5 LPCC pour des raisons de transparence – c'est-à-dire pour assurer l'information des clients – n'a joué strictement aucun rôle dans le conseil en placement. Les clients ne l'ont pas demandé, et les conseillers ne l'ont guère utilisé. Depuis l'entrée en vigueur de la loi sur les placements collectifs, ce document devait obligatoirement être disponible à la date d'émission de tout produit non coté et être remis gratuitement à toute personne intéressée. Comme nous l'avons dit, les ventes de produits structurés sont interve-

nues presque exclusivement sur le marché primaire, soit entre la publication de l'offre publique et l'émission. Or pendant cet intervalle, en vertu des prescriptions en vigueur, on n'est pas encore tenu d'avoir publié un prospectus simplifié ni, par conséquent, de le proposer aux clients. Bien que les produits structurés se négocient généralement et en grande majorité sur le marché primaire, cette période précisément n'est pas couverte par l'obligation de publier un prospectus. L'autorité de surveillance a pris en compte cette lacune: la CFB a publié pour la première fois en décembre 2008, dans le cadre des «FAQ» concernant l'art. 5 LPCC, des prescriptions minimales quant au contenu informatif des nouvelles documentations de vente (*fact sheets*, *term sheets*, etc.) dans le secteur non coté.

Dans le cadre de ses investigations, la FINMA a aussi constaté que certains établissements, lors de la vente de produits structurés sur le marché primaire, encaissaient des rétrocessions de distribution versées par la société émettrice (*up-front fees*, *structuring fees*, etc.) tout en facturant des commissions à leurs clients. En revanche, la plupart des distributeurs ne facturaient des commissions que sur le marché secondaire. Conserver des rétrocessions dans le cadre d'un mandat est en principe possible, mais sous certaines conditions seulement. La règle est la suivante: sous réserve d'une renonciation valable en faveur du mandataire, les paiements et rémunérations reçus en relation étroite avec le mandat doivent être restitués au mandant.

Contexte juridique 6: Obligation de restitution des rétrocessions

Aux termes de l'art. 400 CO, le mandataire est tenu de restituer au mandant «tout ce qu'il a reçu [du chef [de sa gestion], à quelque titre que ce soit». Dans un arrêt du 22 mars 2006 (ATF 132 III 460), le Tribunal fédéral s'est prononcé concrètement sur un cas où l'administrateur du patrimoine d'une fondation avait encaissé, sans les restituer aux clients, des rétrocessions et *finder's fees* versées par la banque qui tenait le compte et le dépôt. Tant le patrimoine de la fondation que les montants en cause représentaient des sommes élevées. Le Tribunal a jugé que les rétrocessions et *finder's fees* encaissées appartenaient à la mandante, pour autant que celle-ci n'y ait pas renoncé «expressément et sans ambiguïté» (ATF 132 III 460 c. 4.5). Selon le Tribunal fédéral, tout mandant qui renonce à la restitution de paiements et rémunérations doit être «exhaustivement et fidèlement» informé des rétrocessions attendues et sa volonté de renoncer à leur restitution doit résulter clairement de la convention. Le 26 juin 2007, le Tribunal de commerce de Zurich a complété cette jurisprudence en disant notamment que le cas échéant, le montant des rémunérations (y compris futures) doit au moins pouvoir être estimé.

En l'espèce, le Tribunal fédéral a motivé son arrêt en disant qu'en droit du mandat, sous réserve d'une renonciation valable, toutes les valeurs patrimoniales reçues en relation étroite avec le mandat¹² doivent être restituées au mandant. Hormis d'éventuels honoraires, le mandataire ne doit rien gagner ni perdre du fait du mandat. Il doit donc restituer toutes les valeurs patrimoniales reçues en relation étroite avec l'exécution du mandat; il ne peut conserver que ce qu'il reçoit de tiers à l'occasion de l'exécution du mandat, mais sans relation étroite avec celui-ci.

¹² La Circ.-FINMA 09/1 Règles-cadres pour la gestion de fortune reprend la terminologie de la relation étroite: «Le contrat de gestion de fortune, ou ses annexes, définit qui est le bénéficiaire de toutes les prestations reçues de tiers en relation étroite avec l'exécution du mandat ou à l'occasion de son exécution.» Voir note de bas de page 5 ci-dessus.

La doctrine diverge considérablement quant à la portée de l'arrêt précité et à la possibilité de généraliser cette interprétation de l'art. 400 CO. Les avis sont partagés notamment sur le point de savoir quels rapports juridiques peuvent être considérés comme un mandat au sens de ce qui précède, ce qu'il en est des rapports intragroupes, dans quelles circonstances il n'y a pas de relation étroite, ou encore quelles rémunérations trouvent leur justification dans l'activité autonome de la banque et à quelles exigences spécifiques doit répondre la renonciation. Ces questions se posent en particulier pour les commissions de distribution en cas d'opérations sur le marché primaire dans une relation de mandat. Ni la doctrine, ni la jurisprudence ne se sont prononcées sur une éventuelle portée prudentielle autonome de l'art. 11 LBVM en la matière, p. ex. en cas de conflits d'intérêts potentiels résultant de commissions de distribution.

Compte tenu de l'insécurité juridique considérable qui prévaut, la FINMA va se pencher de façon approfondie sur ces questions et examiner s'il y a lieu de modifier le droit de la surveillance.

5 Perspectives

Les deux enquêtes ont montré que les investisseurs avaient insuffisamment conscience d'un fait: en effectuant leur placement, ils s'étaient exposés au risque d'une perte totale; ils n'avaient pas seulement couru un risque de marché, mais aussi un risque de contrepartie. Il convient de veiller à l'avenir à ce que les investisseurs prennent davantage conscience des risques, en premier lieu grâce à des informations adéquates fournies par les intermédiaires financiers. Les exigences à cet égard doivent aller plus loin que ce qu'exige actuellement le code des obligations de manière générale. L'objectif affiché de la FINMA est d'assurer, par rapport au droit en vigueur, une meilleure protection des investisseurs en matière de placement. Elle est en train d'examiner à cet effet, d'une part, le calibrage réglementaire de la protection des investisseurs pour les clients de détail et les clients qualifiés en général et, d'autre part, la réglementation applicable à la distribution de produits financiers.

Projet «Règles applicables à la distribution» de la FINMA

Dans le cadre de son projet «Règles applicables à la distribution» en cours, la FINMA examine pour l'ensemble du marché financier, et en tenant compte du droit européen, comment ces règles sont aménagées au point de vente pour les différents produits (fonds de placement, produits structurés, produits d'assurance), si d'éventuelles différences se justifient et s'il y a lieu d'intervenir au plan réglementaire:

- **Règles de conduite et de distribution:** les problématiques à cet égard sont notamment de savoir quand, dans quelle mesure et selon quels critères de qualité documenter l'information des clients, comment informer sur le profil de risque des produits (potentiel de gain et risques de perte), et quelles exigences imposer en matière de conseil en placement pour la sélection des produits et la diversification chez les clients de détail.
- **Règles concernant les rémunérations:** sont à prendre en compte les propositions actuelles en vue d'une révision de la loi sur le contrat d'assurance (LCA). La FINMA se penche également sur la question de savoir si, au regard du parallélisme entre, d'une part, l'encaissement de commis-

sions de distribution au titre d'opérations de clients sur le marché primaire et, d'autre part, la facturation de commissions de vente aux clients, des prescriptions prudentielles s'imposent.

- **Règles concernant les produits:** il s'agit d'analyser si les différences réglementaires se justifient dans le cas de produits financiers interchangeables répondant aux mêmes besoins de placement, et de clarifier la relation entre transparence des produits et information au point de vente.
- **Règles concernant la distribution transfrontière en Suisse** (y compris par appel au public)
- **Règles concernant la surveillance des intermédiaires financiers** (à l'achat et à la vente)

La FINMA va notamment examiner si, en qualité d'instance édictant des ordonnances, il y a lieu qu'elle transmette des propositions au législateur ou au Conseil fédéral, et si elle doit elle-même édicter des prescriptions dans des domaines qui relèvent aujourd'hui principalement de l'autorégulation. Elle publiera les résultats de ses travaux dans le courant de cette année.

Dans le cadre des deux enquêtes, la FINMA a aussi constaté que divers établissements se sont déclarés prêts à dédommager intégralement ou partiellement leurs clients, alors même qu'aucune disposition de droit civil ne les y contraignait. Les raisons de cette attitude sont nombreuses, notamment la volonté de préserver la réputation. La FINMA en prend note et porte à l'attention des établissements que, dans l'évaluation des risques opérationnels, ces procédures doivent aussi être dûment prises en compte.