

LA PROTECTION DU CONSOMMATEUR DE PRODUITS FINANCIERS : QUEL RÔLE POUR LES RECOURS EN RÉPARATION D'UN PRÉJUDICE ?

CLAUDE FLUET*

177

Au cours des quinze dernières années, les pays de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) ont considérablement renforcé leurs réglementations des services et des produits financiers destinés aux non-professionnels. Cette évolution était déjà en cours au début des années 2000. Elle s'expliquait notamment par l'apparition de produits structurés, c'est-à-dire d'assemblages combinant des titres ou des créances conventionnels et des produits dérivés, dont les risques étaient difficiles à apprécier pour le profane. On se souviendra des crédits structurés contractés par de nombreuses collectivités locales ou petites entreprises et qui s'avèreront « toxiques ». L'emprunteur bénéficiait pendant quelques années d'un taux d'intérêt décoté, en contrepartie de quoi il s'exposait en longue durée à un taux pouvant grimper rapidement si les options intégrées au contrat se déclenchaient. En ce qui concerne les produits de placement, les banques et autres intermédiaires financiers ont émis une variété phénoménale d'instruments structurés destinés aux particuliers. Ces produits faisaient miroiter des taux de rendement avantageux, mais en contrepartie d'une prise de risque non négligeable sur le capital investi en fonction de l'évolution de certains

* Université Laval. Contact : Claude.Fluet@FSA.ulaval.ca.

sous-jacents. Bergstresser (2008) documente plus de un million d'instruments émis entre 1995 et 2008 en Europe, en Asie et aux États-Unis. En juin 2008, au sommet de la crise financière, un peu plus de 300 000 de ces instruments étaient en circulation, pour un encours de 3 400 Md€.

La crise de 2007-2008 s'est traduite par des pertes importantes pour les ménages et une explosion des contentieux relatifs à la vente abusive (*mis-selling* et *mispricing*) de produits de placement dont le profil risque-rendement était douteux. Ces contentieux ont été largement documentés. Ils mettent en évidence des défauts d'information et de conseil, ainsi que le rôle joué par les conflits d'intérêts des intermédiaires financiers et la complexité des produits structurés¹. Plusieurs analystes ont noté que les produits en question étaient généralement surévalués, de l'ordre de 6 % à 8 %, ce qui correspond à l'écart à la date d'émission par rapport aux rendements futurs anticipés qui auraient été requis afin de compenser l'investisseur pour le taux d'intérêt, le risque de marché et le risque de crédit². Telle qu'estimée *ex ante*, une surévaluation signifie qu'il était peu probable que les placements tournent à l'avantage des investisseurs. Dans une analyse *a posteriori* de 20 000 produits émis entre 2007 et 2014, Deng *et al.* (2015) montrent qu'un investissement banal dans un portefeuille diversifié d'actions aurait en effet été plus avantageux que plus des deux tiers des produits structurés dans leur base de données.

Le renforcement réglementaire s'est accéléré à la suite de la crise financière. Les réglementations du début des années 2000 visaient d'abord l'amélioration de l'information des particuliers, par exemple la documentation des produits ou la dénomination des véhicules de placement. Les études et les initiatives sur l'amélioration de la compétence financière des ménages allaient également dans ce sens. Les réglementations de dernière génération, cependant, ont tendance à être beaucoup plus contraignantes. Pour beaucoup d'observateurs, on est alors passé – et pour beaucoup il était souhaitable de passer – d'un modèle axé sur la personne de l'investisseur responsable, pour qui la qualité de l'information disponible permet de faire des choix éclairés (le *caveat emptor*), à un modèle du consommateur qu'il s'agit de protéger parfois malgré lui. Ce modèle s'apparente aux régimes de protection du consommateur prévalant dans d'autres domaines, comme la sécurité des aliments ou la mise en marché des médicaments³.

Je discuterai ici du rôle des recours en réparation d'un préjudice par les consommateurs dans la régulation des produits et des services financiers. Les actions en réparation sont traditionnellement du domaine de la responsabilité civile, mais on peut mettre sur le même

plan les mécanismes extra-judiciaires de règlement des litiges, compte tenu du rôle qu'ils sont appelés à jouer dans les contentieux en question, l'action judiciaire proprement dite n'étant souvent qu'une solution de dernier recours⁴. La question de l'indemnisation des préjudices financiers n'est pas nouvelle⁵. Les réglementations prévoient d'ailleurs explicitement de favoriser les procédures de médiation ou d'arbitrage pour faciliter l'indemnisation des préjudices. Mon propos n'est pas la fonction réparatrice par elle-même des recours, mais plutôt leur fonction dissuasive, dans l'optique de la complémentarité entre public et *private enforcement*⁶. Certains ont fait valoir que cette complémentarité ne joue aucun rôle explicite dans l'approche réglementaire européenne, ce qui pourrait s'expliquer par l'hétérogénéité des juridictions en matière de réparation des préjudices⁷. On peut penser, *a contrario*, que plusieurs exigences réglementaires visent à faciliter les recours justement parce qu'ils sont utiles pour la dissuasion. Je discute de l'intérêt intrinsèque du mécanisme des recours à cet égard et des difficultés particulières que soulèvent les préjudices financiers.

LA RÉGLEMENTATION

179

Pour faire simple, je prends comme point de référence l'Union européenne en notant au passage des différences avec ce qui se fait ailleurs. La réglementation européenne est sans doute plus directive, mais les mêmes éléments (et souvent la même terminologie) se retrouvent partout, même s'il y a des différences de détail ou si l'architecture réglementaire est différente, par exemple le rôle des organismes autoréglementés.

La réglementation européenne sur la commercialisation des produits financiers destinés aux non-professionnels découle de la directive MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) publiée en 2004 et de la seconde tranche connue sous l'appellation MiFID II publiée en 2014 et qui doit prendre effet à partir de janvier 2018. Il n'est évidemment pas possible d'en donner ici une présentation détaillée. Les réglementations peuvent être réparties en trois volets⁸ : (1) les exigences relatives à l'information sur les produits d'investissement qui incombent aux producteurs ou aux concepteurs ; (2) les exigences relatives à la qualité des services d'investissement ou de conseil qui concernent les distributeurs de produits ; (3) la réglementation directe des produits à l'étape de leur conception, en incluant la possibilité de l'interdiction pure et simple d'instruments qui seraient considérés comme particulièrement inadéquats.

Les obligations d'information sur les produits

Ces obligations, à la charge des producteurs d'instruments de placement, renvoient à l'approche classique de la protection des investisseurs, mais en intégrant les acquis des études de finance ou d'économie comportementales, par exemple les limites cognitives des individus et les effets pervers de la « surcharge informationnelle »⁹.

Dans un article récent, à partir d'environ 55 000 produits d'investissement structurés commercialisés en Europe entre 2002 et 2010, Célérier et Vallée (2017) montrent que les banques ont utilisé de manière stratégique la complexité des produits pour « promettre » du rendement (le *headline rate* annoncé) tout en occultant les risques. Plus la formule de paiement d'un produit était complexe, plus le rendement « promis » était élevé et plus il était fréquent que les investisseurs subissent des pertes sur leurs placements. Enfin plus un produit était complexe, plus la marge bénéficiaire du vendeur était élevée, ce qui explique l'intérêt de cette pratique pour les concepteurs de ces produits. La marge bénéficiaire est la différence entre le prix de vente au détail et la valeur de marché du produit obtenue par duplication des profils de gains et pertes.

180

Les dernières versions des réglementations sur la documentation des produits visent clairement à éviter ces dérives. Bien qu'il soit trop tôt pour en évaluer l'efficacité, ces règles sont le fruit d'une réflexion poussée sur l'information minimale à fournir aux investisseurs (par exemple, le *Key Information Document* pour les produits d'investissement de détail) et sur l'intelligibilité des prospectus. En particulier, les règles imposent des formats standardisés de document axés sur les seuls éléments essentiels à la prise de décision et prescrivant dans le détail ce qu'il faut faire et ne pas faire¹⁰. Elles imposent aussi des obligations de mises en garde explicites, dans une formulation également standardisée, pour les produits complexes à capital non garanti.

Les règles de conduite des distributeurs

Ces règles concernent les prestataires de services d'investissement et de conseil. On peut les répartir sur trois niveaux. Il y a d'abord un principe général d'agir « au mieux des intérêts des clients », d'une « manière honnête, loyale et professionnelle ». Je reviendrai plus loin sur ce principe général, car il est souvent interprété comme l'équivalent de la notion d'obligation fiduciaire en *common law*.

À un second niveau, le principe général est développé en règles de conduite plus précises, mais qui n'épuisent pas nécessairement le principe général. Premièrement, l'obligation pour le distributeur de s'informer de manière compétente sur les produits. Deuxièmement, son

obligation d'information à l'égard des clients, sur les caractéristiques et les coûts des produits, mais aussi sur les conflits d'intérêts possibles selon que le conseil est présenté comme indépendant ou non¹¹. Troisièmement, l'obligation de s'informer sur le client et l'exigence d'adéquation ou de caractère approprié du service d'investissement ou de la recommandation en fonction du profil du client, c'est-à-dire le *Know Your Customer* et le critère de *suitability* selon la tolérance au risque du client, ses objectifs, son horizon de placement, etc.

Enfin les règles de troisième niveau sont de nature organisationnelle ou administrative. En particulier, des procédures visent la traçabilité de la relation avec le client avec archivage des informations reçues ou fournies et des prestations de conseil ou des recommandations de placement. Ces procédures facilitent le contrôle *a posteriori* de la relation avec le client, en permettant au distributeur, et donc indirectement au client, de disposer d'éléments de preuve en cas de contestation¹². Elles font aussi partie des exigences organisationnelles imposées aux entreprises en permettant le contrôle interne de la conformité des actions des agents avec le code de conduite.

La réglementation des produits

Le premier niveau de réglementation s'apparente à un mécanisme de certification de certains types de fonds : la qualité des produits pour les OCPVC (fonds mutuels), celle des gestionnaires pour les FIA (fonds d'investissement alternatifs). En pratique, seuls ces deux types de fonds sont largement commercialisés. Le second niveau concerne les règles de gouvernance pour la production et la distribution d'instruments financiers spécifiques. La réglementation ne prévoit pas de standard minimal à satisfaire, mais impose un processus dans la conception et la distribution des produits. Le producteur d'un instrument financier doit définir une clientèle cible en fonction des caractéristiques de l'instrument et identifier les modalités et les canaux de distribution appropriés, par exemple la vente avec ou sans conseil. En particulier, il doit aussi identifier en négatif une clientèle à laquelle le produit ne devrait strictement pas être vendu.

Ces informations doivent être fournies aux distributeurs qui, en retour, doivent vérifier que les caractéristiques du produit correspondent bien aux besoins du marché cible et ne doivent en principe le proposer ou le recommander que lorsque c'est dans l'intérêt des clients. Autrement dit, un produit ne correspondant aux besoins d'aucune clientèle cible identifiée ne devrait pas faire partie de l'offre du distributeur. La réglementation n'impose donc pas à proprement parler d'obligation d'agrément pour l'introduction de nouveaux produits, mais des distributeurs dûment agréés se voient confier un rôle essentiel de contrôle de l'accès aux produits¹³.

Enfin, le cas échéant, les autorités de surveillance ont également le pouvoir d'interdire un produit. L'exemple récent le mieux connu, en Europe mais aussi ailleurs dans le monde, est celui des options binaires, un instrument hautement spéculatif¹⁴.

CONTRÔLES A PRIORI OU A POSTERIORI ?

Posner (2011) compare les mérites respectifs de la régulation des comportements (et des produits et des services, considérés ici dans un sens général) en opposant les interventions réglementaires, d'une part, et les actions en réparation d'un préjudice, d'autre part. Les deux mécanismes diffèrent sur quatre dimensions :

– (1) la réglementation est de nature préventive et repose sur des contrôles *ex ante* : autorisation de produits ou agrément des producteurs et audit des comportements, la violation des règles étant passible de sanctions. En comparaison, les actions en réparation mettent en jeu un contrôle *a posteriori*, une fois qu'un préjudice a été causé. Leur effet sur les comportements est de nature dissuasive par anticipation du risque de devoir payer réparation ;

– (2) la réglementation est mise en œuvre par des agences spécialisées et en principe expertes. Traditionnellement, les recours en réparation font le plus souvent appel à des cours ou des tribunaux qui ne sont pas nécessairement spécialisés en la matière ;

– (3) la réglementation vise à assurer la conformité à des règles ou des obligations définies de manière précise. Dans les actions en réparation, l'appréciation *a posteriori* des comportements et de leur nature fautive (c'est-à-dire donnant droit à réparation) repose sur des normes ou des standards généraux qui vont souvent au-delà de la seule conformité à des obligations réglementaires ; par exemple, une obligation générale de diligence en matière contractuelle, ce qui doit s'apprécier *in concreto* ;

– (4) la réglementation repose généralement sur un mécanisme de *public enforcement*, avec activités de surveillance et d'enquêtes menées par une agence spécialisée. Par nature, la régulation des comportements par des actions en réparation est un mécanisme de *private enforcement*, puisqu'il fait appel à l'intérêt privé des victimes de préjudice à agir.

Ces distinctions sont brossées à grands traits et il y a en pratique de nombreux chevauchements. Une agence de surveillance peut réagir à des plaintes ou à des poursuites lorsque la survenance de dommages révèle des comportements passibles de sanctions pénales ou administratives, par exemple dans le cas fraude ou de malversation, ce qui s'apparente à un déclenchement *a posteriori* des contrôles par du *private enforcement*¹⁵. Par ailleurs, le manquement à des obligations réglementaires sera normalement pris en compte pour apprécier la faute de

l'auteur d'un dommage. De plus, sur le plan de l'évolution jurisprudentielle, les obligations réglementaires sont susceptibles d'influencer à terme les normes ou les standards généraux de comportement auxquels se réfèrent les tribunaux.

On peut facilement concevoir des situations où une réglementation rigoureuse est de loin supérieure aux recours en réparation comme mécanisme de régulation : dangerosité élevée d'un produit et dont le risque pourrait être mal perçu ; dommages diffus, sans victimes précisément identifiées ; dommages de masse, mais où les enjeux individuels ne compensent pas les coûts de litige, sauf peut-être à introduire des formes d'actions collectives. Inversement, il va de soi que tout ne peut-être finement réglementé. Cela supposerait, d'une part, de pouvoir identifier toutes les contingences possibles, les décrire et décrire les actions appropriées pour chaque contingence et, d'autre part, de vérifier la réalisation des contingences et la conformité des actions exécutées dans chaque contingence¹⁶. Les coûts d'écriture et de mise en œuvre d'une telle réglementation seraient évidemment prohibitifs. Des normes ou des principes généraux, appliqués *a posteriori* dans les cas d'espèce, suppléent à l'absence de réglementations détaillées.

En matière de produits et de services d'investissement, comme dans bien d'autres domaines, il est donc naturel de penser que l'on puisse à la fois vouloir encadrer strictement (voire interdire) la mise en marché de certains produits, imposer des protocoles quasi administratifs gouvernant les actions requises (notamment pour faciliter l'audit) et, par ailleurs, édicter des normes ou des codes plus ou moins généraux de comportement. Sur certaines dimensions, il sera en pratique quasi impossible ou serait très coûteux de vérifier la conformité aux normes par des contrôles *ex ante*. Par exemple, s'il est concevable de vérifier *ex ante* les caractéristiques d'un produit qui sera commercialisé à relativement grande échelle, il est beaucoup plus problématique d'auditer efficacement et à un coût raisonnable la qualité des conseils financiers individualisés et des recommandations de placement¹⁷.

Shavell (2013) montre que, sur le plan des coûts de mise en œuvre, les contrôles *a posteriori*, déclenchés à la suite de la réalisation d'un préjudice, possèdent un avantage intrinsèque sur les contrôles *a priori*. Par définition, les contrôles *a priori* doivent être effectués indépendamment de la survenance de dommages. En revanche, les contrôles *a posteriori* sont déclenchés par les recours en réparation des victimes, qui ont un intérêt à agir pour obtenir réparation et qui par ce fait même révèlent que des dommages sont survenus. L'enjeu de la régulation des services ou des produits tient justement au fait que la violation de certaines règles ou normes augmente le risque de dommage. Par conséquent, un agent ne se conformant pas aux règles ou aux normes fait face

à une probabilité plus élevée de contrôle et donc de sanction ou d'obligation à verser des dommages-intérêts. Cette menace est un élément de dissuasion. À la limite, si la menace suffit à induire la conformité aux règles ou aux normes et si cette conformité élimine tout risque de dommage, la menace ne coûte rien puisqu'il n'y aura pas d'audit, ce qui ne serait pas le cas avec la réglementation. De manière plus réaliste, la conformité n'éliminera pas tout risque de préjudice car tous les aléas ne sont pas maîtrisables. Un mécanisme reposant sur des contrôles *a posteriori* sera néanmoins moins coûteux, sous réserve que le coût unitaire des audits *a posteriori* ne soit pas démesuré comparativement à celui des audits *a priori*.

L'argument précédent passe sous silence plusieurs difficultés pratiques ou conceptuelles bien connues de la responsabilité civile traditionnelle. Les coûts des recours peuvent en pratique être rédhibitoires. Les problèmes de preuve, celle de la faute et celle du lien de causalité avec le préjudice, peuvent rendre les recours impraticables. Les limites de solvabilité de l'auteur du dommage, ce qui lui permet d'échapper à la réparation intégrale du préjudice, peuvent rendre les recours peu attractifs. Le manque d'expertise des tribunaux dans l'appréciation de la faute ou du dommage et le caractère parfois imprévisible des jugements diminueront les effets dissuasifs des contrôles *a posteriori*¹⁸. Dans ce qui suit, je discute de certains de ces problèmes et donc de l'applicabilité de l'argument de Shavell (2013), pour le cas d'actions en réparation de préjudices résultant d'un défaut dans la prestation de services d'investissement.

184

Les recours en réparation

Ma discussion ne porte pas sur la responsabilité civile *stricto sensu*, mais s'appliquerait tout autant à un mécanisme extrajudiciaire de règlement des différends, par exemple une procédure d'arbitrage devant un organisme spécialisé. Je prendrai pour acquis que les coûts de litige ne sont pas rédhibitoires et que les recours ne se heurtent pas à des problèmes d'insolvabilité. Sous ces hypothèses, il reste à discuter de trois questions essentielles : celle de la preuve de la faute et du lien de causalité avec le préjudice, celle de la mesure du préjudice et celle des normes de comportement pour déterminer la faute. Les mêmes questions se poseraient quelle que soit la procédure de résolution du litige.

Pour faire simple, supposons que le litige porte sur un défaut de conseil, par exemple un manquement à une obligation d'information permettant d'apprécier le risque d'un placement ou une recommandation inappropriée au regard des besoins de l'investisseur (concernant les instruments financiers vendus, la composition du portefeuille, etc.).

L'événement déclencheur est une perte que le client non professionnel a subie et qu'il prétend due à un manquement de la part de l'intermédiaire financier.

Les questions de preuve

Le client doit d'abord faire la preuve de la faute de l'intermédiaire. Selon les jurisprudences actuelles, si le client allègue le défaut d'information, la charge de prouver que l'obligation d'information a bien été exécutée reposera sur l'intermédiaire financier¹⁹. On a vu que les réglementations imposent de documenter la relation-client dans un dossier contractuel. Donc, s'il y a effectivement eu défaut, qu'il s'agisse d'une erreur ou d'un oubli, le client aura le plus souvent gain de cause sur ce point.

Supposons donc qu'il n'y a pas eu défaut d'information à proprement parler, mais que le client allègue plutôt une recommandation inappropriée ou inadéquate (le critère de *suitability*), ce qui sera considéré comme fautif en vertu des obligations réglementaires ou professionnelles. L'appréciation de la qualité de la recommandation doit reposer sur l'information disponible à la date de la décision d'investissement (c'est-à-dire sur ce que l'on pouvait raisonnablement anticiper à cette date) et non sur les rendements ultérieurs effectivement réalisés. Elle fait donc intervenir une évaluation d'expert *a posteriori*. Il est concevable toutefois que l'évaluation de l'adéquation puisse s'en remettre à des critères relativement sommaires (*bright-line rules*), en se fondant sur la documentation dans le dossier contractuel. Je supposerai donc que le demandeur a gain de cause sur ce point également. Autrement dit, l'intermédiaire est considéré comme fautif du point de vue du service financier fourni.

Il reste au client à démontrer le lien causal entre la faute et la perte financière. Le premier test est celui du lien de causalité entre le défaut dans la prestation et l'action d'investissement ayant conduit à des pertes (*transaction causation*)²⁰. Traditionnellement, un tribunal civil aurait apprécié le lien causal entre défaut dans la prestation et action d'investissement en fonction de la compétence ou de l'expérience de l'investisseur, c'est-à-dire son degré de *reliance* pour employer une terminologie de *common law*. Dans la catégorisation introduite par la réglementation, un investisseur doit cependant être classé soit comme professionnel, soit comme non professionnel. Dans ce dernier cas, puisque c'est ce qui nous concerne ici, le client est d'office considéré comme susceptible d'être influencé par l'information ou la recommandation fournie par l'intermédiaire. Autrement dit, l'effet de la catégorisation du client comme investisseur non professionnel le libère de la charge probatoire pesant sur lui en créant une présomption de lien

causal entre la faute de l'intermédiaire et l'acte d'investissement, sous réserve qu'il s'agisse d'une faute au sens de la violation d'une obligation réglementaire. Par conséquent, sauf preuve contraire apportée par l'intermédiaire, le client aura gain de cause à cette étape.

Enfin il reste encore un second test qui consiste à démontrer que sans la faute de l'intermédiaire financier et la décision d'investissement qui lui est attribuable, l'investisseur n'aurait pas subi le préjudice dont il demande réparation (*loss causation*). Cette question est étroitement liée à celle de l'évaluation du dommage.

La mesure du préjudice

Malgré des variantes d'application, l'approche qui semble maintenant faire consensus pour l'évaluation du préjudice résultant d'un défaut d'information ou de conseil est celle de l'investissement alternatif. La notion est connue sous diverses appellations, en particulier celles de *Market Adjusted Damages* ou de *Well-Managed Portfolio*²¹. Elle consiste à déterminer quelle décision d'investissement alternative aurait été prise à la date de l'action d'investissement, compte tenu du critère d'adéquation au profil et aux objectifs du client, et à comparer les résultats qu'aurait donnés l'investissement alternatif avec ceux de l'action effectivement prise.

186

La détermination de l'investissement alternatif est le pendant de la détermination de la faute dans le cas d'une recommandation inadéquate. Comme ci-dessus, elle peut donc nécessiter une évaluation d'expert *a posteriori* ou encore reposer sur des critères relativement sommaires, par exemple un portefeuille de référence adéquat pour un investisseur moyen avec le profil du client. Lorsque l'investissement alternatif aurait subi une perte, le préjudice causé par la faute de l'intermédiaire correspond à l'aggravation de la perte, c'est-à-dire l'écart entre la perte effectivement subie et celle qui aurait été subie avec l'investissement alternatif. Dans la même logique, lorsque l'investissement alternatif aurait été bénéficiaire, le préjudice s'estimerait comme la perte effective augmentée du manque à gagner. Une variante plus simple de la même approche consisterait à comparer l'évolution du placement de l'investisseur avec celle d'indices financiers pertinents.

La notion de faute

Dans ce qui précède, la notion de faute en matière de conseil était celle du manquement à la règle d'adéquation de la recommandation. Cependant les réglementations MiFID sur les règles de conduite font aussi référence à un principe général d'agir « au mieux des intérêts des clients ». Ce principe pourrait aller au-delà du simple critère d'adéquation et pourrait suggérer que la recommandation faite au client devrait être « opti-

male » étant donné le profil et les objectifs du client. Dans cette interprétation, la norme de comportement serait celle d'une obligation fiduciaire connue aussi sous l'appellation de *Best Interest Standard*.

Prise au pied de la lettre, cette norme plus exigeante signifie qu'il pourrait y avoir défaut de conseil, même si une recommandation est adéquate en fonction de « barèmes moyens ». Une recommandation « inadéquate », telle qu'évaluée en fonction de *bright-line rules*, serait d'office fautive, mais une recommandation « adéquate » pourrait l'être également. On devrait alors évaluer *a posteriori* la qualité de la prestation de conseil dans le cas d'espèce. En corollaire, cela impliquerait aussi que la mesure du préjudice financier devrait se faire par comparaison avec un portefeuille alternatif « optimal », ce qui ne peut qu'augmenter la mesure du préjudice. Cette interprétation a soulevé beaucoup d'opposition de la part des prestataires de services financiers dans certains pays, mais est généralement appuyée par les groupes de consommateurs²². Pour des raisons évidentes, la norme d'agir « au mieux des intérêts des clients » rendrait plus complexe le traitement des recours en réparation. En contrepartie, elle pourrait renforcer leur portée dissuasive. Des études récentes montrent que les conseils financiers sont souvent déficients non tant ou uniquement à cause de conflits d'intérêts, mais à cause des biais et des limitations des conseillers (voir Linnainmaa *et al.*, 2015, et Foerster *et al.*, 2017).

187

À la lumière de ce qui précède, la mesure du préjudice financier apparaît cohérente avec la notion traditionnelle de réparation intégrale du dommage. La mise en œuvre de recours en réparation ne semble pas non plus particulièrement problématique, du moins en présence de mécanismes efficaces de règlement extrajudiciaire des différends. Dans une analyse économétrique de près de 3 500 dossiers d'arbitrage de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) américaine, mettant en cause un conseil d'investissement, Kozora (2016) donne une estimation du potentiel dissuasif des recours. La probabilité d'une décision en faveur du demandeur est plus élevée lorsque la recommandation porte sur des titres « opaques », par exemple des produits structurés complexes, donc plus difficiles à évaluer par l'investisseur et aussi plus susceptibles de conflits d'intérêts ou d'un défaut de conseil²³. La probabilité que le demandeur ait gain de cause est également plus élevée lorsqu'il y a allégation de manquement à une obligation d'adéquation. Enfin la probabilité d'une décision en faveur du demandeur est plus élevée lorsqu'il y a allégation de manquement à une obligation fiduciaire. L'interprétation est que les intermédiaires financiers font face à un risque de responsabilité plus élevé lorsqu'ils recommandent des titres plus difficiles à évaluer, pour lesquels le risque de préjudice de l'investisseur est plus grand, ou lorsqu'il y a violation d'une obligation.

CONCLUSION

En première approximation, la conclusion naturelle de ce qui précède est que la réglementation et les recours en réparation sont complémentaires dans la régulation des produits et des services financiers destinés aux non-professionnels. S'ils sont organisés de manière efficace, les recours pourraient permettre des économies importantes dans la mise en œuvre de la dissuasion des comportements indésirables chez les concepteurs de produits ou les prestataires de services financiers, du fait de l'avantage de coût intrinsèque des contrôles *a posteriori* sur les contrôles *a priori*. En retour, les réglementations facilitent les recours en favorisant le développement de procédures extrajudiciaires de règlement des différends, en allégeant substantiellement les exigences de preuve et par la prescription de règles ou normes clairement comprises à l'aune desquelles les agissements sont évalués pour déterminer la responsabilité.

Il reste néanmoins des zones d'ombre en ce qui concerne l'efficacité du mécanisme des recours comme instrument de dissuasion. Un point de comparaison utile, à titre d'exemple, est celui de la responsabilité des producteurs du fait des produits défectueux. En vertu de la directive 85/374/CE transposée dans le droit des pays de l'Union européenne²⁴, un producteur est responsable du dommage causé par un défaut de son produit. Un produit est défectueux « lorsqu'il n'offre pas la sécurité à laquelle on peut normalement s'attendre compte tenu de toutes les circonstances ». Par ailleurs, « la responsabilité du producteur peut être réduite ou supprimée, lorsque le dommage est causé conjointement par un défaut du produit et par la faute de la victime ». En vertu de ces dispositions, l'événement déclencheur d'un recours sera normalement un préjudice qui n'aurait pas eu lieu d'être si le produit n'avait pas présenté un « défaut de sécurité ». Dans le cas d'un placement financier, en revanche, les événements déclencheurs sont beaucoup plus flous puisque le risque est généralement inhérent au placement. À partir de quels niveaux de perte l'investisseur devrait-il présumer que le produit ou la prestation étaient défectueux ? Enfin on voit bien que des recours trop faciles pourraient dissuader les investisseurs de faire des placements raisonnablement prudents s'ils peuvent anticiper qu'il y a une probabilité d'avoir gain de cause contre le prestataire de services financiers lorsque leur investissement tourne mal. Dans la responsabilité du fait des produits défectueux, l'articulation des incitations créées par l'interaction entre le défaut du produit et la « faute » de la victime a été bien étudiée, sur le plan conceptuel mais aussi empiriquement. En matière de produits ou de placements financiers, cette analyse reste encore à faire.

NOTES

1. Voir, entre autres, Shen (2011) et Finnerty (2016).
2. Voir Bergstresser (2008), Henderson et Pearson (2011) et les références dans Deng *et al.* (2015).
3. Voir Warren (2008) et Moloney (2012a). L'approche protection du consommateur soulève aussi la question des limites cognitives ou des biais comportementaux et du rôle tutélaire des autorités (Camerer *et al.*, 2003).
4. Pour une comparaison internationale sur ce point, voir CFA Institute (2014).
5. Voir Cherednychenko (2010) et Delmas-Marsalet et Ract-Madoux (2011).
6. Cette distinction maintenant classique a fait l'objet de nombreux développements. Voir, entre autres, Shavell (1984a, 1984b, 1993) et Kessler (2011).
7. Par exemple, Busch et De Mott (2012) et Moloney (2012b).
8. Ce découpage s'inspire de Colaert (2017). Voir aussi Moloney (2010).
9. Les prospectus détaillés de certains produits peuvent faire plusieurs centaines de pages et ne sont en pratique d'aucune utilité pour l'investisseur. Des études montrent que même des prospectus relativement simplifiés peuvent décourager l'assimilation d'information, ce que l'on peut associer à des comportements d'« ignorance rationnelle ».
10. Le guide de l'AMF (2013) sur la rédaction de documents commerciaux pour les instruments structurés en donne plusieurs exemples.
11. Par exemple, un conseil ne peut être présenté comme indépendant si le conseiller reçoit des *inducements* pour la recommandation de produits. Inderst et Ottaviani (2012) montrent cependant que la révélation des commissions perçues peut avoir des effets ambigus.
12. Pour une discussion générale du rôle des codes de conduite, voir Tuch (2015).
13. Quelques juridictions imposent des conditions préalables d'agrément des produits, par exemple Hong Kong et Taiwan par le biais de leurs autorités de surveillance (un organisme autoréglementé à Taiwan) ; voir Chen (2016). Beaucoup de pays encadrent très étroitement les transactions sur produits dérivés accessibles au public, en imposant des conditions d'agrément des produits avant l'introduction sur le marché et la vente par des intermédiaires agréés. Ces mesures visent à interdire l'accès direct aux produits par le biais de plateformes de transaction en ligne.
14. Le cas des options binaires (à très courte échéance) est assez particulier, puisqu'il a pris la forme d'une véritable industrie de paris en ligne, mettant souvent en cause des agissements frauduleux de la part de sites d'arnaque. Les options binaires ont été interdites par les autorités nationales de certains pays de l'Union européenne. En janvier 2018, l'autorité européenne a procédé à une consultation pour son interdiction dans l'ensemble de l'Union (ESMA, 2018).
15. C'est le cas dans la mise en œuvre du droit de la concurrence ou de la réglementation des valeurs mobilières (voir La Porta *et al.*, 2006, mais aussi Jackson et Roe, 2009).
16. Au sens de la théorie des contrats, cette réglementation fine équivaldrait à un contrat contingent complet ; voir, par exemple, Hart et Moore (1999).
17. Il y a des exemples d'audit *ex ante* sur la qualité des conseils et des recommandations de placement. Voir Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (2015), un organisme autoréglementé, pour un exemple d'audit à l'aide de faux clients allant solliciter un conseil. Des enquêtes analogues ont été réalisées au Royaume-Uni, à Hong Kong et à Singapour. De telles enquêtes n'ont pas été utilisées à des fins répressives.
18. Shleifer (2011) souligne que ces deux facteurs représentent un argument majeur en faveur de la réglementation par des agences spécialisées.
19. Il s'agit d'un renversement de la charge de la preuve, au profit de la victime. De manière générale, si la norme de preuve est exigeante au sens du degré de certitude requis, un renversement de la charge a des effets dissuasifs importants. Voir Demougin et Fluet (2006).
20. Je m'inspire dans ce qui suit de l'analyse de Malengreau (2017), laquelle se fonde sur la transposition dans le droit belge des directives MiFID. Pour une analyse des effets sur le droit européen en général, notamment en ce qui concerne la distinction entre *transaction causation* et *loss causation* dont il est question ici, voir Vandendriessche (2015).

21. La seconde appelation est celle du guide d'arbitrage de FINRA (2017), l'organisme autoréglementé américain des *broker-dealers*. Pour d'autres exemples, voir Dolden et Newnham (2015), le document de l'ombudsman financier australien (FOS, 2014) ou encore les annexes dans CFA Institute (2014) sur les indemnités versées dans divers pays. Pour une réflexion générale, voir Aidikoff *et al.* (2014). La notion diffère de celle du préjudice résultant de manipulations boursières ou d'abus de marché (voir Deffains et Stasiak, 2002, ou Club des juristes, 2014).
22. Pour des comparaisons internationales sur le *Best Interest Standard* en matière de conseil financier, voir IFIC (2017).
23. Voir Célérier et Vallée (2017).
24. On en trouve des équivalents ailleurs, soit dans la loi, soit dans la jurisprudence des tribunaux.

BIBLIOGRAPHIE

- AIDIKOFF P., UHL R., BAKHTIARI R. et BOICE K. (2014), « Market Adjusted Damages in the FINRA Forum », *Piaba Law Journal*, n° 21, pp. 135-150.
- AMF (Autorité des marchés financiers) (2013), *Guide pour la rédaction des documents commerciaux dans le cadre de la commercialisation des titres de créance structurés*, DOC-2013-13.
- BERGSTRESSER D. (2008), « The Retail Market for Structured Notes: Issuance Patterns and Performance, 1995-2008 », mimeo.
- BUSCH D. et DE MOTT D. A. (dir.) (2012), *Liability of Asset Managers*, Oxford University Press.
- CAMERER C., ISSACHAROFF S., LOEWENSTEIN G. et O'DONOGHUE T. (2003), « Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for Asymmetric Paternalism », *University of Pennsylvania Law Review*, n° 151, pp. 1211-1254.
- CÉLÉRIER C. et VALLÉE B. (2017), « Catering to Investors through Product Complexity », *Quarterly Journal of Economics*, n° 132, pp. 1469-1508.
- CFA INSTITUTE (2014), *Redress in Retail Investment Markets. International Perspectives and Best Practices*.
- CHEN C. (2016), « Product Intervention for Retail Structured Investment Products: a Comparison of Rules in Singapore, Hong Kong and Taiwan », Singapore Management University School of Law, *Research Paper*, n° 19/2016.
- CHEREDNYCHENKO O. (2010), « The Regulation of Retail Investment Services in the EU: Towards the Improvement of Investor Rights? », *Journal of Consumer Policy*, n° 33, pp. 403-424.
- CLUB DES JURISTES (2014), *L'évaluation du préjudice de l'investisseur dans les sociétés cotées*, Rapport.
- COLAERT V. (2017), « Building Blocks of Consumer Protection: All Embracing Regulation Tightens its Grip », *Journal of European Consumer and Market Law*, décembre, pp. 229-244.
- DEFFAINS B. et STASIAK F. (2002), « Les préjudices résultant des infractions boursières, approche juridique et économique », in Chaput Y. (dir.), *Le droit au défi de l'économie*, Collection Droit économique, Publications de la Sorbonne.
- DELMAS-MARSALET J. et RACT-MADOUX M. (2011), *Rapport sur l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs*, AMF.
- DEMOUGIN D. et FLUET C. (2006), « Preponderance of Evidence », *European Economic Review*, n° 50, pp. 963-976.
- DENG G., DULANEY T., HUSSON T., MCCANN C. et YAN M. (2015), « Ex-Post Structured Product Returns: Index Methodology and Analysis », *The Journal of Investing*, n° 24, pp. 45-58.
- DOLDEN E. et NEWNHAM T. (2015), « Liability for Financial Advisors in Canada », Dolden, Wallace & Follick.
- ESMA (European Securities and Markets Authority) (2018), *Call for Evidence – Potential Product Intervention Measures on Contracts for Differences and Binary Options for Retail Clients*, ESMA35-43-904.
- FINNERTY J. (2016), « What Lessons Can We Learn from Recent Derivatives Litigation and Regulatory Enforcement Actions? », *Securities Regulation Law Journal*, n° 44, pp. 361-430.

- FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) (2017), *Office of Dispute Resolution. Arbitrator's Guide*.
- FOERSTER S., LINNAINMAA J., MELZER B. et PREVITERO A. (2017), « Financial Advice: Does One Size Fit All? », *Journal of Finance*, n° 72, pp. 1441-1482.
- FOS (Financial Ombudsman Service) (2014), *The FOS Approach to Calculating Loss in Financial Advice Dispute*, Australie.
- HART O. et MOORE J. (1999), « Foundations of Incomplete Contracts », *Review of Economic Studies*, n° 66, pp. 115-138.
- HENDERSON B. et PEARSON N. (2011), « The Dark Side of Financial Innovation: the Case Study of the Pricing of a Retail Financial Product », *Journal of Financial Economics*, n° 100, pp. 227-247.
- IFIC (The Investment Funds Institute of Canada) (2017), *Global Regulatory Developments and Impacts*.
- INDERST R. et OTTAVIANI M. (2012), « How (Not) to Pay for Advice: a Framework for Consumer Financial Protection », *Journal of Financial Economics*, n° 93, pp. 207-238.
- JACKSON H. et ROE M. (2009), « Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence », *Journal of Financial Economics*, n° 93, pp. 207-238.
- KESSLER D. (2011), « Introduction », in Kessler D. (dir.), *Regulation versus Litigation: Perspectives from Economics and Law*, University of Chicago Press, pp. 27-43.
- KOZORA M. (2016), « Security Recommendations and the Liabilities of Broker-Dealers », US Securities and Exchange Commission.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F. et SHLEIFER A. (2006), « What Works in Securities Laws? » *Journal of Finance*, n° 61, pp. 1-32.
- LINNAINMAA J., MELZER B. et PREVITERO A. (2015), « Costly Financial Advice: Conflict of Interest or Misguided Beliefs? », mimeo.
- MALENGREAU T. (2017), « L'information fautive en matière de services d'investissement : questions de causalité », in Dubuisson B. et Simar N. (sous la direction de), *Responsabilité, indemnisation et recours*, Éditions Anthémis, Collection CUP, vol. 174.
- MOLONEY N. (2010), *How to Protect Investors. Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press.
- MOLONEY N. (2012a), « The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors? », *European Business Organization Law Review*, n° 13, pp. 169-193.
- MOLONEY N. (2012b), « Liability of Asset Managers: a Comment », *Capital Markets Law Journal*, n° 7, pp. 414-422.
- ORGANISME CANADIEN DE RÉGLEMENTATION DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES (2015), *Évaluation mystère sur les conseils en matière de placement*, Avis OCRCVM 15-0210.
- POSNER R. A. (2011), « Regulation (Agencies) versus Litigation (Courts). An Analytical Framework », in Kessler D. (dir.), *Regulation versus Litigation: Perspectives from Economics and Law*, University of Chicago Press, pp. 11-26.
- SHAVELL S. (1984a), « A Model of the Optimal Use of Liability and Safety Regulation », *Rand Journal of Economics*, n° 15, pp. 271-280.
- SHAVELL S. (1984b), « Liability for Harm versus Regulation of Safety », *Journal of Legal Studies*, n° 3, pp. 357-374.
- SHAVELL S. (1993), « The Optimal Structure of Law Enforcement », *Journal of Law and Economics*, n° 36, pp. 255-287.
- SHAVELL S. (2013), « A Fundamental Enforcement Cost Advantage of the Negligence Rule over Regulation », *Journal of Legal Studies*, n° 42, pp. 275-302.
- SHEN W. (2011), « Is It All about Disclosure? Regulating Structured Financial Products after the Lehman Brothers Minibonds Saga », in Wong M. C. S. (dir.), *The Risk of Investment Products. From Product Innovation to Risk Compliance*, pp. 41-78.
- SHLEIFER A. (2011), « Efficient Regulation », in Kessler D. (dir.), *Regulation versus Litigation: Perspectives from Economics and Law*, University of Chicago Press, pp. 27-43.

TUCH A. (2015), « Conduct of Business Regulation », in Moloney N., Ferran E. et Payne J. (dir.), *Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, pp. 538-567.

VANDENDRIESSCHE E. (2015), *Investor Losses. A Comparative Legal Analysis of Causation and Assessment of Damages in Investor Litigation*, Intersentia.

WARREN E. (2008), « Product Safety Regulation as a Model for Financial Services Regulation », *Journal of Consumer Affairs*, n° 42, pp. 452-46.