

---

Les pages du **CDACI**



---

**Centre de droit des affaires  
et du commerce international**



# La protection du choix de l'investisseur par l'information

Philippe DIDIER\*

1. Qu'il y ait des investisseurs qui perdent de l'argent n'a rien d'anormal et encore moins d'inhabituel. Un produit financier comporte toujours une part de risque. Acheter un tel produit financier implique par nature d'accepter ce risque. De ce point de vue, que des investisseurs aient perdu de l'argent à la fin 2008 et dans les mois qui ont suivi n'a rien de problématique.

Ce qui néanmoins est troublant est que parmi ces investisseurs, certains étaient des investisseurs avisés. On peut ainsi noter comment, parmi les victimes des événements de 2008, figurent de grandes institutions bancaires et financières. Ainsi, il est apparu rétrospectivement que ces institutions n'avaient pas conscience du risque qu'elles prenaient à l'époque où elles l'ont pris. Autrement dit, ce qui est troublant n'est pas le fait qu'elles aient subi des pertes – c'est la réalisation d'un risque inhérent à leur projet –, c'est qu'elles se soient retrouvées exposées à un risque dont l'ampleur leur échappait. Cette situation est problématique parce qu'elle correspond exactement à ce que la législation financière contemporaine veut éviter.

Qu'il y ait une volonté publique de protéger les investisseurs relève de la lapalissade. Même si elle n'est pas le but exclu-

sif de la législation financière, elle en est une des objectifs importants. Plus spécifiquement, la volonté de protéger les investisseurs est régulièrement invoquée pour justifier les obligations d'information que l'on impose aux différents acteurs des marchés financiers<sup>1</sup>. À titre principal, on établit le lien entre la volonté de protection des investisseurs et l'information en affirmant que la protection des investisseurs implique qu'ils disposent d'une information adéquate leur permettant de faire les choix éclairés<sup>2</sup>. Dans cette perspective, le rôle de l'action des pouvoirs publics est de mettre l'investisseur en mesure d'avoir cette information.

2. On observera que cette conception, qui est aujourd'hui très largement répandue, n'a pas toujours été celle retenue par la législation. Lorsque la question de la protection des investisseurs a commencé à se poser au XIX<sup>ème</sup> siècle, le premier mouvement des différents

<sup>1</sup> Même si la protection des investisseurs n'est pas la seule justification des obligations d'information. Voir: Paula J. DALLEY, «The use and misuse of disclosure as a regulatory system», (2006-07) 34 *Fla. St. U. L. Rev.* 1089, 1096.

<sup>2</sup> Alain COURET, Hervé LE NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORRACHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGOBELLET et David ROBINE, *Droit financier*, 2<sup>ème</sup> éd., Paris, Éditions Dalloz, 2012, n° 1411, p. 1042.

\* Professeur à l'Université Paris Descartes (Sorbonne Paris Cité).

législateurs a été de vouloir protéger les investisseurs en contrôlant la qualité même des produits financiers censés être les plus dangereux, à l'époque ces derniers se limitaient aux actions. En France, avant 1867, la constitution d'une société anonyme, supposait une autorisation préalable du gouvernement. En pratique, l'instruction de ces demandes était réalisée par l'administration et un de ses points importants était de vérifier la crédibilité économique du projet<sup>3</sup>. L'instruction du 22 octobre 1817 organisant la procédure disposait ainsi qu'il devait être recherché si la société projetée « n'est pas un piège tendu à la crédulité ». Quelques années plus tard, aux États-Unis, c'est à travers les *Blue skies laws* que la même volonté de vérifier les mérites intrinsèques des actions proposées se manifesta<sup>4</sup>.

Le recours à l'information comme moyen de protéger les investisseurs est apparu dans un second temps, comme une alternative préférable aux législations de la génération précédente. En France, la première loi visant spécifiquement à informer les investisseurs dans un but de protection remonte à la loi du 30 janvier 1907. Aux États-Unis, c'est avec les *Securities Acts* de 1933 et 1934, que l'information est devenue l'instrument privilégié de protection des investisseurs<sup>5</sup>.

3. La crise de 2008 survient donc après plus 70 ans d'alourdissement continu et constant des obligations d'in-

formation que l'on fait peser sur tous les acteurs des marchés financiers. Mais elle montre que, malgré cela, des investisseurs professionnels et avisés peuvent encore se retrouver surpris du risque auquel ils sont exposés.

Alors évidemment la tentation est grande de considérer qu'un tel résultat est la conséquence d'un dysfonctionnement. Si un investisseur s'est retrouvé exposé à un risque qu'il n'avait pas mesuré, c'est qu'il n'a pas été diligent lorsqu'il a accepté le titre ou bien c'est qu'on lui a menti. Alternativement, si aucune faute ne peut être établie, c'est que les obligations d'informations relatives aux produits complexes impliqués dans la crise étaient insuffisantes.

Dans l'un et l'autre cas, la conclusion pratique à retenir de la crise est qu'il n'y a pas grand-chose à en retirer. Dans la première analyse, il suffit de rechercher les individus qui ont fauté, soit par leur malhonnêteté, soit par leur négligence; dans la seconde, il suffit d'adapter les obligations d'information.

Ce que l'on voudrait envisager dans ces quelques lignes, c'est l'hypothèse que le recours à l'information comme mécanisme de protection des investisseurs présente des limites. Autrement dit, que la situation de l'investisseur surpris par le risque auquel il est exposé met en relief une limite structurelle à la protection du consentement de l'investisseur par l'information.

4. La protection que l'on attend de l'information repose sur l'idée que cette dernière a pour but d'aider l'individu à faire ses choix d'investissement<sup>6</sup>. Muni

<sup>3</sup> Anne LEFEBVRE-TEILLARD, *La société anonyme au XIX<sup>ème</sup> siècle*, Paris, PUF, 1985, p. 52.

<sup>4</sup> Jonathan R. MACEY and Geoffrey P. MILLER, « Origin of the Blue Skies Laws », (1991) 70 *Tex. L. Rev* 347.

<sup>5</sup> Thomas Lee HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, 4<sup>e</sup> éd., St. Paul, West Group Publishing, 2002, p. 21 et suiv.

<sup>6</sup> Thomas Lee Hazen écrivait que: « The theory behind the federal regulatory framework is that investors are adequately

d'une information adéquate, il peut faire des choix d'investissement éclairés c'est-à-dire prendre le risque inhérent à tout investissement en toute connaissance de cause.

La protection de l'investisseur est ainsi fondamentalement une protection du consentement de l'investisseur. Vue à travers le prisme du consentement de l'investisseur, il apparaît que l'information ne peut pas toujours suffire à créer les conditions d'un consentement éclairé.

5. Pour cela, on s'efforcera de montrer comment la philosophie de la protection par l'information repose sur des postulats qui en sont autant de limites (I), avant de voir comment des alternatives peuvent être envisagées (II).

## I. Les limites à l'efficacité de la protection par l'information

La protection de l'investisseur par l'information paraît reposer sur deux postulats : un postulat de rationalité (A) et un postulat d'asymétrie d'information (B).

### A. Le postulat de rationalité

6. Le postulat de rationalité pose l'affirmation qu'un individu fait ses choix en prenant en compte l'information disponible et en choisissant parmi les différentes options qui s'offrent à lui, celle qui le rapproche le plus de ces objectifs<sup>7</sup>. Dans cette perspective, la protection du choix de l'investissement vient directement du volume d'information mis à sa disposition. Plus on donne d'information à l'investisseur, plus grande sera sa protection.

7. Aujourd'hui, il n'est plus disputé que la rationalité ne décrit pas la réalité du comportement individuel des investisseurs<sup>8</sup>. Le développement des analyses comportementalistes (*behavioral economics, behavioral finance...*), dont les promoteurs ont été récompensés par plusieurs prix Nobel<sup>9</sup>, montre comment les décisions individuelles sont influencées par des biais de différentes natures (les émotions, les biais cognitifs...) qui sont autant de facteurs qui éloignent les comportements réellement observés du modèle de la rationalité<sup>10</sup>. Aujourd'hui,

---

protected if all relevant aspects of the securities being marketed are fully and fairly disclosed. The reasoning is that full disclosure provides investors with sufficient opportunity to evaluate the merits of an investment and fend for themselves.» (*Id.*, p. 22). *Contra*: Zohar GOSHEN and Gideon PARCHOMOVSKY, «The essential role of securities regulation», (2006) 55 *Duke L. J.* 711 pour qui l'objet de la législation est l'efficacité du marché financier.

---

<sup>7</sup> Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2<sup>ème</sup> éd., Paris, Éditions Dalloz/Éditions Thémis, 2008, n° 98 et suiv., p. 27 et suiv.

<sup>8</sup> *Id.*, n° 106 et suiv., p. 29 et suiv. Le rejet de la rationalité comme description du comportement humain individuel n'empêche que la rationalité puisse être conservée comme outil de modélisation du comportement collectif d'un groupe.

<sup>9</sup> Herbert SIMON, Prix Nobel en 1978; Daniel KAHNEMAN, Prix Nobel en 2002; Robert SHILLER, Prix Nobel en 2013.

<sup>10</sup> Pour une introduction: Daniel KAHNEMAN, *Thinking, Fast and Slow*, Londres, Éditions Allen Lane, 2011; Dan ARIELY,

l'économie comportementaliste essaye ainsi de recenser et analyser ces biais de raisonnement<sup>11</sup>. Par exemple, dans le domaine de la protection des investisseurs, il est discuté aujourd'hui comment le caractère limité de la rationalité individuelle fait que plus d'information n'est pas synonyme d'une meilleure décision<sup>12</sup>. De même, la prise en compte des engouements collectifs<sup>13</sup> peut expliquer que même ayant accès à l'information, les investisseurs ne l'utiliseront pas<sup>14</sup>.

8. Il apparaît ainsi que la rationalité de l'investisseur ne peut plus être considérée comme un fait à partir duquel on peut construire sa protection. Le constat qu'il existe des écarts entre le comportement que l'on observe en pratique et le comportement qui aurait dû découler d'une stricte rationalité ne signifie pas pour autant, que le comportement

humain est imprévisible. Au contraire, tout le propos des analyses comportementalistes est de soutenir que les biais émotionnels ou cognitifs sont constants. Le comportement de l'individu est ainsi irrationnel, en ce sens qu'il ne correspond pas au modèle de la rationalité, mais prévisible, parce que les biais qui l'écartent de la stricte rationalité se retrouvent itérativement<sup>15</sup>.

9. La prise en compte de ces progrès de la connaissance du mécanisme de la décision individuelle devrait conduire à réévaluer le rôle de l'information dans la protection des investisseurs. Évidemment, la difficulté pratique à laquelle on se heurte aujourd'hui est que ces biais n'ont pas encore fait l'objet d'une systématisation reconnue et acceptée qui permettrait de connaître à la fois leurs caractéristiques et leur importance respectives. On est au stade où on sait qu'ils existent sans pour voir en dresser une liste. Pour autant, faut-il les ignorer?

Par exemple, on peut se demander si la prise en compte de ces biais ne devrait pas rejaillir sur les standards de comportement que le législateur ou le juge utilise. En particulier, on peut se demander si la référence à un « investisseur raisonnable » demeure pertinente ou s'il ne faudrait pas plutôt se référer à un « investisseur moyen » pour tenir compte de biais éventuels. Maintenir comme standard de conduite l'investisseur « raisonnable » compris comme signifiant « rationnel », c'est délibérément choisir d'offrir une protection minimale de [OU à?] l'investisseur.

En outre, on peut se demander si d'ores et déjà certains biais, au sens des

---

*Predictably Irrational*, New York, Éditions Harper, 2010.

<sup>11</sup> Edward CARTWRIGHT, *Behavioral Economics*, 2<sup>e</sup> éd., New York, Éditions Routledge, 2011. Voir aussi les auteurs cités par E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 7, n° 106 et suiv., p. 29 et suiv.

<sup>12</sup> Troy A. PAREDES, « Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation », (2003) 81 *Wash. U. L. Q.* 417; Steven L. SCHWARCZ, « Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity », (2004) *U. Ill. L. Rev.* 1. Pour une prise en compte plus intuitive de la problématique: Pierre CLERMONTÉL, *Le droit de la communication financière*, Paris, Éditions Joly, 2009, n° 285.

<sup>13</sup> Pour ne pas employer l'expression anglaise de *herd behavior* qui est passablement péjorative.

<sup>14</sup> Steven M. DAVIDOFF and Claire A. HILL, « Limits of disclosure », (2013) 36 *Seattle U. L. Rev.* 599.

<sup>15</sup> Pour reprendre le titre de l'ouvrage de D. ARIELY, préc., note 10.

comportementalistes, ne sont pas pris en compte en droit positif. Par exemple, on pourrait analyser les délais de réflexion et de rétraction du droit de la consommation comme la prise en compte du risque d'enthousiasme excessif dont un contractant peut être victime. Un contractant rationnel n'y est pas sujet. Pour autant l'expérience montre que ces emballements sont des choses qui arrivent. Ce type d'emballement paraît suffisamment fréquent pour que l'on essaye d'en corriger les effets.

## B. Le postulat d'asymétrie

10. Le second postulat de la protection du consentement à l'investissement par l'information est que pour pouvoir prendre une décision éclairée, l'investisseur doit avoir accès à l'information pertinente. Dans cette perspective, l'objet de l'action publique est de lui prêter la force de la loi pour qu'il l'obtienne de ceux qui l'ont. Cette action publique est d'autant plus importante que l'accès à l'information a été longtemps inégalitaire. Ainsi les grandes législations apparues aux États-Unis avec les *Securities Acts* des années 30, et les législations qui en ont diffusé les principes ailleurs reposent sur une volonté de créer une égalité de l'information entre investisseurs.

Seulement, on peut se demander si la notion d'asymétrie décrit fidèlement la véritable situation de l'investisseur. En outre, lorsque la législation corrige l'asymétrie, elle ne crée pas pour autant une égalité entre les investisseurs.

11. L'idée d'asymétrie d'information suppose qu'une personne a besoin d'une information qu'une autre détient. Entre les deux, il y a asymétrie d'information. Seulement, l'idée d'asymétrie suppose

qu'il y a bien quelqu'un qui détient l'information en cause. Or, il n'est pas toujours certain que quelqu'un détienne l'information dont aurait besoin l'investisseur.

À l'occasion de la crise des *subprimes*, on a constaté qu'étaient en circulation un certain nombre de titres pour lesquels on peut se demander qui détenait réellement l'information, c'est-à-dire qui pouvait évaluer précisément le risque que représentaient les produits structurés. Rétrospectivement, il est apparu que les agences de notation, *a priori* les mieux placées pour avoir cette information en réalité ne l'avaient pas<sup>16</sup>.

Lorsqu'on achète une action, on peut identifier précisément l'entreprise qu'il faut suivre. On voit alors qui a l'information. Mais lorsqu'on achète un titre issu de la titrisation d'un portefeuille de prêts immobiliers, la question est plus complexe. En effet, théoriquement, il faudrait être capable d'anticiper de suivre chacun des prêts immobiliers. Or, il apparaît que cela est extrêmement difficile à réaliser. À l'époque, les créateurs de produits structurés ont voulu contourner la difficulté en se fiant à la modélisation<sup>17</sup>. Les événements ont montré que cette voie était dangereuse. D'une façon plus générale, la difficulté

<sup>16</sup> EUROPEAN SECURITIES MARKETS EXPERT GROUP, *Role of Credit Rating Agencies. ESME's report to the European Commission*, 2008; Carine ROMÉY et Bastien DRUT, *Une analyse de la notation sur le marché des RMBS « subprime » aux États-Unis, Risques et tendances – n° 4 – AMF*, Janvier 2008; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Report on the Subprime Crisis*, Mai 2008.

<sup>17</sup> Philippe DIDIER, « La notation financière », dans Georges VIRASSAMY (dir.), *La notation d'entreprise*, Paris, Éditions L'Harmattan, 2010, p. 89.

que peuvent poser les produits structurés est que l'éloignement qu'ils créent entre le titre et l'investissement sous-jacent réduit d'autant l'information que l'on peut avoir sur les mérites de l'investissement.

Dans le cas des *subprimes*, raisonner en termes d'asymétrie d'information fausse la perspective parce que, dans une telle situation, personne n'avait l'information.

12. Quant au lien entre asymétrie d'information et égalité entre investisseurs, il est complexe. En effet, le terme « information » peut désigner deux choses qui sont légèrement différentes. L'information peut désigner une donnée brute autrement dit, un élément factuel. Mais, elle peut aussi désigner le retraitement que l'on apporte à cette information brute et qui lui donne un sens. Autrement dit, l'interprétation des données. Le postulat de rationalité individuelle suppose que l'on ait les deux. Un choix fait en présence de données brutes mais dont on ne comprend pas le sens n'est pas un choix rationnel. Or, on constate que la législation traite différemment les deux choses.

L'information brute est le plus souvent donnée gratuitement. Elle prend la forme des obligations de divulgation que l'on fait par exemple peser sur les émetteurs. Ils rendent publics leurs comptes et l'état de leurs finances. Les investisseurs n'ont pas à payer pour y avoir accès. Corrélativement, cela veut dire que tous les investisseurs sont sur un strict pied d'égalité.

En revanche, l'interprétation des données fonctionne le plus souvent sur un modèle marchand. Ou bien l'investisseur peut faire ce travail lui-même. Ou bien il ne peut pas et il fait alors appel à un professionnel qui l'assiste. Seulement,

il doit alors payer le professionnel c'est-à-dire le coût de ce retraitement. Il s'est développé toute une industrie qui analyse et retraite l'information brute donnée par les émetteurs.

De ce point de vue-là, l'accès à l'information n'est pas égal pour tous les investisseurs. Le postulat de rationalité individuelle suppose que l'on se préoccupe autant de la quantité d'information que doivent dévoiler les émetteurs que de l'accès à la compétence nécessaire pour donner un sens à cette information brute. Or, ce n'est pas le cas aujourd'hui. L'action publique comprend l'information obligatoire uniquement comme la fourniture de données brutes. Lorsque l'on veut améliorer la protection des investisseurs, on allonge la liste des informations brutes à livrer. En revanche, on n'envisage pas de réduire ou d'égaliser le coût du retraitement de l'information.

Avec une pointe de malice, on peut même se demander si la bonne intention des autorités publiques ne produit pas alors un effet pervers. Plus on développe la divulgation d'information brute, plus il devient nécessaire de savoir la retraiter, ne serait-ce que pour faire le tri entre l'important est l'accessoire. Mais alors, plus l'on accentue l'inégalité entre les investisseurs<sup>18</sup>.

L'idée d'asymétrie reflète ainsi qu'imparfaitement la situation des investisseurs. Penser leur protection en ces

<sup>18</sup> Cet effet est même clairement revendiqué par ceux qui soutiennent que la législation sur l'information sert l'efficacité du marché et non la protection de l'investisseur. Voir : Z. GOSHEN et G. PARCHOMOVSKY, préc., note 6, 714 pour qui « the role of securities regulation is to create and promote a competitive market for information traders ».



termes fausse la perspective au regard d'une protection efficace.

13. En définitive, il apparaît que l'information obligatoire est un outil fragile. Très souvent, elle ne peut procurer qu'une protection partielle et parfois elle est complètement inopérante. En termes de politique publique, il est dangereux d'attendre d'elle une protection plus grande que ce qu'elle peut effectivement délivrer.

Cette limite inhérente à l'information obligatoire explique peut-être que spontanément le législateur ait parfois choisi d'assurer la protection de l'investisseur par une voie alternative.

## II. Les alternatives à la protection par l'information

14. À partir du moment où l'information ne peut pas protéger efficacement l'investisseur lors de son choix, on peut se poser la question de savoir si l'on doit quand même permettre à l'investisseur de s'exposer au risque<sup>19</sup>. Autrement dit, avoir une approche paternaliste du choix de l'investisseur.

*A priori*, la question peut paraître brutale. Néanmoins, on constate qu'il existe déjà des dispositions de droit positif qui reposent sur ce principe. De *lege lata*, il existe des dispositions qui interdisent à des catégories d'investisseurs considérés comme vulnérables de prendre certains risques (A). De *lege ferenda*, on peut se poser la question d'interdire la création de certains risques (B).

### A. L'interdiction de la prise de risque

15. L'interdiction de la prise de risque signifie que l'on empêche les investisseurs que l'on veut protéger d'accéder à certaines opérations. Ce principe d'action est ancien. En France, la loi du 24 juillet 1867 qui a libéralisé la constitution d'une société anonyme, avait posé la règle que les actions devaient avoir un montant nominal minimum de 100 F si le capital social était inférieur de 100 000 F et un montant nominal minimum de 500 F si le capital social était supérieur. À l'époque, ces sommes étaient assez importantes. L'objectif délibéré recherché par le législateur de l'époque était d'empêcher les personnes les moins riches de souscrire à des actions. En effet, disait-t-on à l'époque, une action est un produit spéculatif et le législateur ne peut pas permettre que l'on expose les personnes les plus vulnérables à un tel risque.

16. Aujourd'hui, on retrouve des manifestations la même philosophie dans la législation telle qu'elle résulte de l'harmonisation européenne. Ainsi, en France, la récente ordonnance du 25 juillet 2013 qui réorganise le cadre juridique de la gestion d'actifs à la lumière de la directive européenne du 8 juin 2011 (« directive AIFM »), est construite sur la distinction entre les fonds d'investissement ouverts à tous les investisseurs et ceux qui ne sont ouverts qu'aux investisseurs professionnels. Pour faire simple, les premiers sont astreints à une gestion prudente. Les seconds peuvent avoir une gestion agressive. Pour les besoins de cette législation, (art L533-16 Code des Marchés Financiers?) un investisseur professionnel est un investisseur « qui possède de l'expérience, les connaissances et

<sup>19</sup> Hugo BARBIER, *La liberté de prendre des risques*, Aix-en-Provence, PUAM, 2011.

la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus». Cette législation est inspirée d'une volonté de protection des investisseurs. Et cette protection vient du fait que si l'investisseur n'a pas rapporté la preuve qu'il remplissait les critères expérience de connaissances et de compétences, on lui interdit l'accès aux produits considérés comme plus dangereux. Autrement dit, s'il ne rapporte pas la preuve qu'il peut faire un choix éclairé, on l'empêche de prendre le risque.

17. Ce qu'il convient de remarquer ici, c'est que le législateur ne cherche pas à donner un surcroît d'information aux investisseurs vulnérables pour leur permettre d'atteindre le stade du choix éclairé. Il simplifie le débat en leur interdisant purement et simplement l'opportunité d'exercer le choix. C'est la caractéristique de cette autre voie de protection des investisseurs.

Incidentement, on observera aussi que cette démarche repose sur une double segmentation. Elle repose sur une segmentation des investisseurs bien sûr, mais aussi une segmentation des produits financiers. En effet, implicitement mais nécessairement, le législateur pose qu'il existe des produits plus complexes que les autres et que cette complexité intrinsèque fait qu'il est plus compliqué pour un investisseur d'atteindre le stade du choix éclairé. Mais alors, cela signifie aussi que le critère de la complexité retenu par le législateur semble être la difficulté à atteindre l'état d'informations nécessaires pour pouvoir prendre le risque en connaissance de cause. Un pro-

duit est complexe s'il est difficile d'avoir une information complète sur lui<sup>20</sup>.

18. Mais des lors, l'observation du fait que même des investisseurs, parmi les plus avisés, avaient été surpris par le résultat des produits qu'ils avaient achetés, prend un relief particulier. Elle amène à demander si la crise de 2008 n'a pas tout simplement révélé qu'il y avait des produits trop complexes selon ce critère de la complexité. Même les investisseurs les plus avertis ne pouvaient pas prendre un risque éclairé. Et dès lors, on peut se poser la question de savoir si la protection des investisseurs ne passe pas alors par l'interdiction pure et simple de tels produits.

## B. L'interdiction de la création du risque

19. Si l'on admet qu'il existe des produits trop complexes, c'est-à-dire pour lesquels aucun investisseur n'a les moyens d'exercer un choix éclairé, les moyens de protéger les investisseurs sont limités. Par hypothèse, en de telles cir-

<sup>20</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products. Final Report*, 2013, p. 5 : « Complex financial products' refer to financial products, whose terms, features and risks are not reasonably likely to be understood by a retail customer (as that term is defined in individual jurisdictions) because of their complex structure (as opposed to more traditional or plain vanilla investment instruments), and which are also difficult to value (i.e., their valuations require specific skills and/or systems, particularly when there is a very limited or no secondary market. »

constances, la fourniture obligatoire d'information est sans objet. De même, la voie de la segmentation des investisseurs est elle aussi une impasse, aucun investisseur n'ayant les moyens, par hypothèse, d'exercer un choix éclairé. Mais alors à quoi sert d'avoir en circulation un produit qu'aucun investisseur ne peut prendre de façon éclairée? C'est pousser les investisseurs à prendre une décision inconsidérée. Dès lors, le plus simple est peut-être d'interdire l'émission d'un tel produit.

On pourrait se poser la question d'exiger des créateurs de produits financiers qu'ils puissent prouver qu'il est possible de disposer d'une information suffisante sur les caractéristiques du risque que porte le produit financier qu'ils veulent mettre en circulation. Faute de pouvoir faire état d'une maîtrise suffisante de la consistance du risque, le produit ne pourrait pas être offert à la souscription. Ce contrôle préalable permettrait peut-être d'éviter que l'on ait en circulation des produits que personne ne maîtrise.

20. Cette façon de penser n'est plus n'y moins que la transposition aux produits financiers de ce que l'on connaît déjà à propos d'autres produits de consommation. Les médicaments, les avions ou même les automobiles sont soumis à une certification préalable à leur commercialisation. Le danger que peut représenter ces produits semble une raison naturelle pour que l'on ne puisse pas les mettre en circulation sans un contrôle préalable. Les produits financiers sont eux aussi des produits intrinsèquement porteurs d'un risque. Pourquoi ne pas les traiter pareillement?

21. Évidemment, le propos de ces lignes n'est pas de trancher la question. Il

est de la poser. On peut d'autant moins la trancher facilement que fondamentalement, la question renvoie à un choix politique: celui du coût social de l'innovation financière. Faut-il privilégier l'innovation financière, quitte à ce que certains acteurs en soient des «victimes collatérales» ou bien faut-il privilégier la sécurité de tous, quitte à ce que l'innovation financière soit ralentie?

22. En définitive, il apparaît que si l'information existe et qu'elle est suffisamment accessible, on peut se contenter d'obliger à la révéler. Mais si elle est trop difficile à interpréter et, plus encore, si elle n'existe pas, peut-être faut-il envisager des moyens alternatifs, dont certains peuvent être plus intrusifs et donc controversés.

