

Carlo Lombardini

La protection de  
l'investisseur sur  
le marché financier

L.G.D.J

Schulthess § 2012  
ÉDITIONS ROMANDES

# TABLE DES MATIERES

<b>LISTE DES ABREVIATIONS</b> .....	<b>XLIII</b>
<b>I. En général</b> .....	<b>XLIII</b>
<b>II. En droit de l'Union européenne</b> .....	<b>LII</b>
1. Directives .....	LII
2. Règlements .....	LV
3. Autres .....	LVI
<b>III. Circulaires FINMA</b> .....	<b>LVI</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE</b> .....	<b>LIX</b>
<b>I. Ouvrages et articles scientifiques</b> .....	<b>LIX</b>
<b>II. Rapports d'Autorités</b> .....	<b>CV</b>
1. Autorités de surveillance .....	CV
A. Suisse .....	CV
B. Etats-Unis .....	CV
C. France .....	CV
D. Hong-Kong .....	CVI
E. Royaume-Uni .....	CVI
F. Singapour .....	CVI
2. Autres autorités .....	CVI
A. Suisse .....	CVI
B. Etats-Unis .....	CVII
C. France .....	CVII
D. Italie .....	CVIII
E. Royaume Uni .....	CVIII
F. Union européenne .....	CVIII
G. Autres .....	CIX
<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>1</b>
<b>PARTIE I</b>	
<b>LE MARCHE FINANCIER</b> .....	<b>13</b>
<b>■ CHAPITRE I. LE MARCHE FINANCIER EN GENERAL</b> .....	<b>15</b>
<b>I. Présentation</b> .....	<b>15</b>
<b>II. Le rôle du marché financier</b> .....	<b>15</b>

1. En général	15
2. La théorie du marché efficient	17
A. Présentation	17
B. L'importance de l'information	19
a. En général	19
b. L'étendue de l'information	19
c. Les modalités de mise à disposition de l'information	20
C. Critique	21
D. Conséquences	21
III. La définition du marché financier	23
1. Présentation	23
2. Les définitions possibles	24
A. L'approche légale	24
a. La LFINMA	24
b. L'art. 11 OB	25
c. L'art. 5 OBVM	26
d. Le droit de l'Union européenne	26
B. L'approche doctrinale	27
C. Une ébauche de définition	28
IV. Conclusion	28
■ CHAPITRE II. LES DIVERS TYPES DE MARCHÉ	31
I. En général	31
II. Marché organisé et marché de gré à gré	31
1. Le marché organisé	31
A. En général	31
B. La réglementation	32
a. Les sources	32
b. Le contenu	33
C. Les actifs traités	34
D. La négociation sur le marché	35
E. L'exécution des transactions	36
F. Conclusion	37
2. Le marché de gré à gré	39
A. En général	39
B. Le marché des dérivés contractuels OTC	40
3. Les marchés soumis à une certaine forme de réglementation	42
A. En général	42
B. En droit suisse	42
C. En droit européen	42

<b>III. Marché primaire et marché secondaire</b> .....	43
<b>IV. Marché des capitaux, marché monétaire et marché du crédit</b> .....	45
1. Marché des capitaux	45
2. Marché monétaire	45
3. Marché du crédit	46
<b>V. Conclusion</b> .....	48
<b>■ CHAPITRE III. LES INSTRUMENTS FINANCIERS</b> .....	51
<b>I. Introduction</b> .....	51
<b>II. En droit suisse</b> .....	51
1. Introduction	51
2. Les valeurs mobilières selon la LBVM	52
A. En général	52
B. La définition légale	52
a. En général	52
b. La standardisation et la diffusion sur le marché	54
i. Le concept	54
ii. L'offre au public et la vente à plus de vingt clients	54
iii. Les valeurs mobilières tailor-made	55
C. Les dérivés	56
a. La définition	56
i. En général	56
ii. Les sous-jacents des dérivés	57
iii. Les types de dérivés	58
3. Les valeurs mobilières selon la LPCC	60
4. Les placements financiers	62
5. Les opérations bancaires ordinaires	63
6. Les titres intermédiés	64
<b>III. En droit européen</b> .....	65
1. Introduction	65
2. La MiFID	65
A. Introduction	65
B. En général	66
C. Les valeurs mobilières	68
D. Les instruments dérivés	70
a. En général	70
b. Les dérivés de nature financière	71
c. Les dérivés sur matières premières	71
d. Les autres sous-jacents possibles	72
3. Les autres directives	72

<b>IV. Une notion aux contours difficiles</b> .....	73
1. Observations générales	73
2. Une notion en évolution	73
3. Les caractéristiques juridiques	75
4. Les caractéristiques économiques	76
A. En général	76
B. La valeur	76
C. La liquidité	77
<b>V. Conclusion</b> .....	80
<b>■ CHAPITRE IV. L'INNOVATION FINANCIERE</b> .....	85
<b>I. Introduction</b> .....	85
<b>II. Les causes de l'innovation financière</b> .....	85
1. Introduction	85
2. Les causes principales	86
A. En général	86
B. La volatilité des marchés	86
C. Le développement des mathématiques financières	87
D. La déréglementation du secteur bancaire	87
3. Les causes secondaires	88
<b>III. Les effets de l'innovation</b> .....	91
1. En général	91
2. Les produits	91
3. Les processus	92
4. Les modèles d'affaire	93
5. Les marchés organisés	93
<b>IV. Les avantages et inconvénients de l'innovation</b> .....	94
1. Introduction	94
2. Les avantages	94
3. Les critiques	96
4. Une appréciation	99
<b>V. Conclusion</b> .....	102
<b>■ CHAPITRE V. L'INVESTISSEUR</b> .....	103
<b>I. Présentation</b> .....	103
<b>II. Définition</b> .....	103
1. En général	103
2. L'assuré investisseur	105

3. Les divers types d'investisseurs	106
A. En général	106
B. La couverture du risque	107
C. Le spéculateur	107
D. L'arbitragiste	109
<b>III. Les catégories d'investisseurs en droit suisse</b> .....	109
1. En général	109
2. L'art. 11 LBVM	111
3. La LPCC	112
A. En général	112
B. L'investisseur qualifié	112
a. En général	112
b. Le particulier fortuné	115
c. Le client ayant confié un mandat de gestion à une banque ou un négociant	116
d. Le client du gérant de fortune	117
C. L'investisseur moyen	118
4. Le Règlement de cotation SIX Swiss Exchange	118
5. La LTI	119
6. Les circulaires FINMA	119
<b>IV. Les catégories d'investisseurs en droit européen</b> .....	120
1. En général	120
2. La MiFID	121
A. En général	121
B. La classification des clients	121
C. Les contreparties éligibles	122
a. Les clients concernés	122
b. La portée du statut	123
c. Le changement de catégorie	124
D. Le client professionnel	124
a. En général	124
b. Le client professionnel de par son statut	125
i. Les clients concernés	125
ii. Le changement de catégorie	126
c. Le client professionnel à la demande	126
i. Les conditions	126
ii. La procédure à suivre	127
E. Le client de détail	128
3. La Directive prospectus	129
A. Le principe	129

B. L'investisseur qualifié	129
C. La structure de l'offre	130
<b>V. Conclusion</b>	131

## PARTIE II

<b>LA REGLEMENTATION</b>	133
--------------------------	-----

■ <b>CHAPITRE VI. LA REGLEMENTATION DU MARCHÉ FINANCIER</b>	135
---	-----

<b>I. Introduction</b>	135
<b>II. Définition</b>	135
<b>III. Les effets de la réglementation</b>	137
<b>IV. La nécessité de la réglementation</b>	138
1. En général	138
2. Les rapports avec la responsabilité contractuelle et pénale	139
A. En général	139
B. La responsabilité contractuelle	139
a. Les limites de l'exercice	139
b. Les possibilités de modifier le régime de droit privé	140
C. La responsabilité pénale	144
a. En général	144
b. Les règles spécifiques du droit financier	144
c. Le droit pénal ordinaire	145
3. Le rapport avec la réputation de l'intermédiaire financier	146
4. Réglementation et libre jeu de la concurrence	147
<b>V. Les types de réglementation</b>	147
1. En général	147
2. Réglementation fondée sur les principes et réglementation détaillée	148
3. Réglementation directe et indirecte	150
<b>VI. Les principes régissant l'adoption de la réglementation</b>	150
1. Introduction	150
2. La nécessité d'une réglementation	151
A. En général	151
B. La réglementation des <i>hedge funds</i>	151
C. Les agences de notation	155
D. L'exécution des transactions sur dérivés OTC	157
E. Les ventes à découvert	157
3. Le droit d'être entendu	159

4. Le rapport coûts-bénéfices	159
A. En général	159
B. En Suisse	162
<b>VII. Conclusion</b>	163
<b>■ CHAPITRE VII. LES BUTS DE LA REGLEMENTATION</b>	165
<b>I. Introduction</b>	165
<b>II. La protection de l'investisseur</b>	165
1. En général	165
2. Les risques courus par l'investisseur	166
A. Présentation	166
B. Les risques liés à l'utilisation des intermédiaires financiers	166
C. Les risques liés aux instruments financiers	167
3. Le besoin de protection de l'investisseur	169
A. En général	169
B. L'investisseur particulier	170
a. Présentation	170
b. Son importance	171
c. Les difficultés de l'investisseur particulier	172
<i>i. En général</i>	172
<i>ii. Les difficultés objectives</i>	172
<i>iii. Les difficultés subjectives</i>	173
<i>iv. L'appât du gain</i>	174
d. L'investisseur particulier comme consommateur	175
<b>III. Les autres objectifs de la réglementation</b>	176
1. Introduction	176
2. La protection de la fonction	176
3. La sauvegarde de la réputation de la place financière	178
A. Présentation	178
B. Critique	178
4. La compétitivité de la place financière	180
<b>VI. Les mesures qui peuvent être prises</b>	181
1. Introduction	181
2. Les mesures pour la protection de l'investisseur et de la fonction	182
A. Présentation	182
B. Les mesures relatives aux intermédiaires financiers	183
C. Les mesures relatives aux instruments financiers	184
D. Les mesures relatives à la régularité de la conclusion des transactions	185



3. Les mesures prises pour assurer la compétitivité d'une place financière	186
■ CHAPITRE VIII. L'AUTOREGLEMENTATION	191
I. Introduction	191
II. Présentation	191
III. L'autoréglementation dans le secteur financier suisse	194
IV. Les formes d'autoréglementation	195
1. En général	195
2. L'autoréglementation libre	195
3. L'autoréglementation dirigée	196
4. L'autoréglementation de principe	197
V. Les avantages, inconvénients et limites de l'auto-réglementation	199
1. Les avantages	199
2. Les inconvénients	199
3. Les limites	200
4. Conclusion	202
■ CHAPITRE IX. LES PROBLEMES JURIDIQUES POSES PAR L'AUTOREGULATION	203
I. Introduction	203
II. L'organisation des OAR	203
1. En général	203
2. Les règles existantes	204
A. En général	204
B. La LBVM	204
C. La LBA	205
D. La Circulaire FINMA 09/1	206
3. Conclusion	206
III. Les rapports entre les OAR et leurs membres	207
1. En général	207
2. La règle : l'application du droit privé	208
3. L'exception : l'intervention du droit public	208
A. En général	208
B. Dans l'admission et l'exclusion des membres	209
IV. La nature des règles édictées par les OAR	211
1. Introduction	211
2. La règle de droit	211
3. L'autoréglementation dirigée	212
4. L'autoréglementation de principe	213

<b>V. La transparence du processus</b> .....	214
1. En général	214
2. Le processus d'adoption des règles	214
3. Le recours contre la décision de l'autorité d'approuver ou de refuser des règles	215
4. Le processus de sanction	216
<b>VI. Conclusion</b> .....	216
<b>PARTIE III</b>	
<b>LA REGLEMENTATION SUISSE</b> .....	219
■ <b>CHAPITRE X. LA REGLEMENTATION SUISSE</b> .....	221
<b>I. Introduction</b> .....	221
<b>II. Les fondements juridiques de la réglementation</b> .....	221
1. Le fondement constitutionnel	221
2. La nature des mesures qui peuvent être prises	222
<b>III. Présentation générale de la réglementation suisse</b> .....	224
1. L'étendue de la réglementation	224
2. Les principes généraux de la réglementation suisse	225
<b>IV. La réglementation de l'Union européenne</b> .....	229
1. Introduction	229
2. Le processus d'élaboration des règles	230
3. Aperçu général de la réglementation de l'Union européenne	232
A. Présentation	232
B. L'objet de la réglementation	233
C. L'harmonisation des réglementations	234
D. La libre prestation des services et la surveillance des activités	235
4. L'évolution récente	238
A. Les autorités de surveillance européennes	238
B. Le risque d'arbitrage réglementaire	240
■ <b>CHAPITRE XI. L'ACTIVITE BANCAIRE</b> .....	243
<b>I. Introduction</b> .....	243
<b>II. Définition</b> .....	243
1. En général	243
2. Les banques actives dans le négoce de devises au comptant	245
<b>III. Les principes fondamentaux de la réglementation</b> .....	245
1. Introduction	245

2. Le principe	246
3. Le but poursuivi	246
A. En général	246
B. Le risque réputationnel	247
C. Conclusion	247
4. L'acceptation de dépôts du public à titre professionnel	248
A. En général	248
B. La notion de dépôts du public	251
5. Le champ d'application territorial	252
6. L'importance de la pratique de l'autorité de surveillance	253
<b>IV. Le rapport entre une banque et ses clients</b>	254
<b>V. L'autorégulation</b>	256
<b>VI. Le droit de l'Union européenne</b>	256
<b>■ CHAPITRE XII. L'ACTIVITE DE NEGOCIANT EN VALEURS MOBILIERES</b>	259
<b>I. Introduction</b>	259
<b>II. Définition</b>	259
1. En général	259
2. Les activités plus précisément soumises	261
A. Introduction	261
B. Les exigences générales	261
a. L'activité dans le domaine financier	261
b. L'activité professionnelle	262
c. Le contact avec le public	262
i. <i>Les contreparties exclues de par leur qualité</i>	263
ii. <i>La notion de « public » selon la jurisprudence</i>	263
iii. <i>La quantité de clients</i>	264
C. Les activités particulières du négociant	264
a. Le négociant pour compte propre	264
b. Le teneur de marché	265
c. La maison d'émission	265
d. La création de dérivés et leur offre au public	266
e. Le gérant de fortune	266
<b>III. La réglementation</b>	267
1. En général	267
2. Le but de la loi	267
3. Le rapport entre un négociant et ses clients	268
4. Les sanctions spécifiques	268

5. Le champ d'application territorial	268
6. L'importance de la pratique de l'autorité de surveillance	269
<b>IV. L'autorégulation</b>	271
<b>V. Le droit de l'Union européenne</b>	271
<b>■ CHAPITRE XIII. LE PLACEMENT COLLECTIF DE CAPITAUX</b>	275
<b>I. Introduction</b>	275
<b>II. Définition</b>	276
1. Le principe	276
2. Les exceptions	278
A. En général	278
B. Les portefeuilles collectifs internes	279
C. Les assurances	280
<b>III. L'appel au public</b>	280
1. L'importance	280
2. La notion	281
3. La Circulaire FINMA 08/8	282
4. La jurisprudence du Tribunal administratif fédéral	284
5. Le projet de révision de la LPCC de mars 2012	284
<b>IV. Le but poursuivi par le législateur</b>	285
<b>V. Quelques distinctions</b>	287
1. Introduction	287
2. Selon la forme juridique utilisée	288
A. Le placement contractuel	288
B. Le placement sociétaire	288
3. Selon la nature des droits des investisseurs	289
4. Selon la nature de la gestion	290
A. En général	290
B. Les placements ouverts	291
a. En général	291
b. Les autres fonds en placements traditionnels	292
c. Les fonds en placements alternatifs	292
C. Les placements fermés	293
<b>VI. Le droit de l'Union européenne</b>	294
1. Présentation	294
2. Les OPCVM	294
3. Les fonds alternatifs	298

■ CHAPITRE XIV. LE PLACEMENT COLLECTIF DE CAPITAUX : LA RÉGLEMENTATION DES ACTEURS .....	301
I. Introduction .....	301
II. Les exigences légales à respecter .....	302
1. En général .....	302
2. Les rapports entre les bénéficiaires d'une autorisation et les investisseurs .....	303
3. L'autorégulation .....	304
4. Le champ d'application territorial .....	305
III. La réglementation de certaines activités .....	305
1. En général .....	305
2. La direction .....	305
3. SICAV, SICAF et société en commandite de placements collectifs .....	307
4. La banque dépositaire .....	307
A. Son rôle .....	307
B. Sa responsabilité .....	309
5. Le gestionnaire de placements collectifs de capitaux suisses .....	309
6. Le gestionnaire de placements collectifs étrangers .....	310
7. La distribution ou la proposition de parts de placements collectifs .....	311
A. En général .....	311
B. Distribution et proposition .....	313
C. L'autorisation .....	315
a. En général .....	315
b. Les Directives pour la distribution de placements collectifs de capitaux .....	316
8. Le représentant d'un placement collectif de droit étranger .....	318
IV. Le droit de l'Union européenne .....	319
1. Présentation .....	319
2. Les OPCVM .....	319
3. La Directive AIFM .....	321
■ CHAPITRE XV. LE GERANT DE FORTUNE ET LE CONSEILLER EN PLACEMENT .....	325
I. Introduction .....	325
II. Le gérant de fortune .....	325
1. Définition .....	325
2. Réglementation .....	325
A. Le principe .....	325
B. L'assujettissement volontaire du gérant de placements collectifs à l'étranger .....	326
C. L'assujettissement aux règles de conduite d'une association professionnelle .....	326

a.	La Circulaire FINMA 09/1 : son origine	326
b.	La Circulaire FINMA 09/1 : son contenu	328
i.	<i>Présentation</i>	328
ii.	<i>Les règles d'organisation</i>	329
iii.	<i>Les règles de conduite</i>	330
iv.	<i>La surveillance</i>	330
c.	La Circulaire FINMA 09/1 : appréciation critique	331
<b>III.</b>	<b>Le conseiller en placement</b>	332
<b>IV.</b>	<b>Conclusion</b>	332
<b>■</b>	<b>CHAPITRE XVI. LA REGLEMENTATION DES PRODUITS</b>	337
<b>I.</b>	<b>Introduction</b>	337
<b>II.</b>	<b>Les placements collectifs de capitaux</b>	337
1.	En général	337
2.	Les placements collectifs suisses	338
3.	Les placements collectifs étrangers	339
A.	Le principe	339
B.	Les conditions	340
C.	Le projet de révision de la LPCC de mars 2012	342
4.	Le droit de l'Union européenne	342
<b>III.</b>	<b>Les produits structurés</b>	343
1.	Présentation	343
2.	Description	343
3.	Avantages et risques	345
4.	La discussion	346
5.	La réglementation adoptée	348
<b>IV.</b>	<b>Conclusion</b>	350
<b>■</b>	<b>CHAPITRE XVII. L'EMISSION ET LA VENTE AU PUBLIC D'INSTRUMENTS FINANCIERS</b>	351
<b>I.</b>	<b>Introduction</b>	351
<b>II.</b>	<b>Les règles légales applicables selon le type d'instrument financier</b>	352
1.	En général	352
2.	Les actions	352
A.	Société anonyme de droit suisse	352
B.	Société anonyme étrangère	354
3.	Les obligations	355
A.	En général	355

B. Les Notes	356
4. Les dérivés	356
5. Les produits structurés	357
A. En général	357
B. Le champ d'application	358
C. L'émission, la garantie ou la distribution des produits structurés	359
D. Le prospectus simplifié	361
6. Les parts de placements collectifs de capitaux	362
A. En général	362
B. Pour les véhicules de placement collectif suisses	363
C. Pour les véhicules de placement collectif étrangers	363
III. Les transactions sur le marché boursier	364
1. En général	364
2. Les exigences du SIX Swiss Exchange	365
IV. Conclusion	366

■ CHAPITRE XVIII. L'ÉMISSION ET LA VENTE AU PUBLIC DE VALEURS

MOBILIERES : LE RÉGIME DE L'UNION EUROPEENNE ..... 371

I. Les textes pertinents	371
II. Le champ d'application	372
1. Présentation	372
2. L'offre au public	373
3. L'admission à la négociation	373
4. Les exemptions	374
A. En général	374
B. Selon les valeurs mobilières concernées	374
C. Les offres aux investisseurs qualifiés	375
D. L'importance de l'investissement effectué	375
E. Les autres exemptions	376
III. Le prospectus	377
1. Présentation	377
2. Le contenu	377
A. En général	377
B. La mise à jour	378
C. Les informations qui peuvent être omises	378
3. La composition du prospectus	379
A. En général	379
B. Le résumé	379

a.	Le principe	379
b.	Le contenu	379
c.	Les informations clés	380
4.	La langue du prospectus	381
5.	Les communications promotionnelles	381
<b>IV.</b>	<b>L'approbation du prospectus</b>	<b>382</b>
1.	Présentation	382
2.	Le processus	382
3.	Le choix de l'autorité compétente	383
4.	Les conséquences de l'approbation	384
<b>V.</b>	<b>La responsabilité</b>	<b>385</b>
<b>VI.</b>	<b>Les autorités</b>	<b>386</b>
<b>VII.</b>	<b>Conclusion</b>	<b>386</b>
<b>■</b>	<b>CHAPITRE XIX. LA FINMA</b>	<b>389</b>
<b>I.</b>	<b>Présentation</b>	<b>389</b>
<b>II.</b>	<b>La structure de la surveillance sur le marché financier</b>	<b>391</b>
1.	En général	391
2.	Les modèles possibles	391
3.	Les avantages et inconvénients de la supervision intégrée	392
4.	Le rôle de la banque centrale	393
<b>III.</b>	<b>Le but poursuivi</b>	<b>394</b>
<b>IV.</b>	<b>La FINMA et les investisseurs particuliers</b>	<b>395</b>
1.	En général	395
2.	La mise en liquidation des intermédiaires financiers non autorisés	395
3.	Les rapports entre investisseurs et intermédiaires financiers	396
A.	En général	396
B.	Les plaintes des investisseurs	396
a.	En général	396
b.	Les cas qui suscitent l'intervention de la FINMA	398
c.	L'art. 35 LFINMA	399
4.	L'éducation des investisseurs	400
<b>V.</b>	<b>Conclusion</b>	<b>401</b>
<b>■</b>	<b>CHAPITRE XX. LES MESURES PRISES PAR LA FINMA ET LA CEDH</b>	<b>405</b>
<b>I.</b>	<b>Introduction</b>	<b>405</b>
<b>II.</b>	<b>L'origine des pouvoirs de sanction actuels de la FINMA</b>	<b>406</b>



1. Présentation	406
2. Les mesures que peut prendre une autorité administrative	406
3. Le débat sur les pouvoirs de sanction de la FINMA	407
A. Le rapport de la CFB sur les sanctions	407
B. La Commission Zimmerli	409
C. Le projet LFINMA	409
4. La situation actuelle	410
<b>III. Les garanties de la CEDH</b> .....	411
1. En général	411
2. Les droits et obligations de caractère civil	413
3. L'accusation en matière pénale	413
A. Observation liminaire	413
B. Les critères dégagés par la CEDH	413
4. Le droit disciplinaire	415
<b>IV. L'examen des pouvoirs de la FINMA</b> .....	416
1. En général	416
2. Les mesures qui concernent des droits et obligations de caractère civil	416
3. Les sanctions de nature pénale	416
A. En général	416
B. L'interdiction d'exercer une activité	417
a. En général	417
b. La garantie de l'activité irréprochable.	417
i. <i>La qualification actuelle</i>	417
ii. <i>Appréciation critique</i>	418
c. Les autres mesures permettant de prononcer une interdiction de travailler	421
d. Conclusion	421
C. La publication d'une décision	422
<b>V. Les conséquences de cette analyse</b> .....	422
1. En général	422
2. Le tribunal indépendant et impartial	423
A. Présentation	423
B. En général	423
C. Dans le cas d'une accusation en matière pénale	424
3. Le principe de la légalité	425
4. Le privilège contre l'auto-incrimination	427
5. L'interdiction du <i>ne bis in idem</i>	428
<b>VI. Conclusion</b> .....	429

## PARTIE IV

**LE RAPPORT ENTRE L'INVESTISSEUR ET L'INTERMEDIAIRE FINANCIER ..... 431****■ CHAPITRE XXI. LE RAPPORT ENTRE L'INVESTISSEUR ET L'INTERMEDIAIRE FINANCIER EN DROIT SUISSE ..... 433**

<b>I. Introduction</b>	433
<b>II. Le rapport avec un négociant en valeurs mobilières</b>	436
1. En général	436
2. Les informations sur l'investisseur	437
A. En général	437
B. L'investisseur qualifié	437
3. Les informations sur le négociant	438
4. La publicité	438
5. Le contrat	439
6. La protection des actifs du client	439
7. Les obligations du négociant à l'égard du client	440
A. En général	440
B. L'activité <i>execution only</i>	440
C. L'activité de conseil en placement	441
D. Le mandat de gestion	442
a. En général	442
b. La forme du mandat	442
c. L'objet du mandat de gestion	443
<i>i. En général</i>	443
<i>ii. La gestion alternative</i>	444
d. L'obligation de rendre des comptes	444
e. La résiliation du mandat	445
8. Les litiges	445
<b>III. Le rapport avec un conseiller en placement</b>	446
<b>IV. Le rapport avec le gérant de fortune indépendant</b>	446
1. En général	446
2. La Circulaire FINMA 09/1	447
3. Les informations fournies par le gérant	447
4. Les rapports entre le gérant et le dépositaire des actifs du client	448
5. La responsabilité du dépositaire pour les actes du tiers gérant	449
<b>V. Le rapport avec une compagnie d'assurance-vie</b>	450
1. Présentation	450
2. Le rapport direct avec la compagnie d'assurance	450
3. L'intervention d'un intermédiaire d'assurance	451

<b>■ CHAPITRE XXII. LE RAPPORT ENTRE L'INVESTISSEUR ET UN ORGANISME DE PLACEMENT COLLECTIF DE CAPITAUX EN DROIT SUISSE .....</b>	<b>453</b>
<b>I. Introduction .....</b>	<b>453</b>
<b>II. La position de l'investisseur .....</b>	<b>453</b>
1. En général .....	453
2. L'investisseur qualifié .....	454
<b>III. Les informations à fournir à l'investisseur .....</b>	<b>455</b>
1. En général .....	455
2. Le prospectus et les Informations Clés pour Investisseurs .....	456
3. L'intervention de distributeurs .....	456
<b>IV. L'acquisition des parts par l'investisseur .....</b>	<b>457</b>
1. En général .....	457
2. Dans les véhicules de placement collectif ouverts .....	457
A. En général .....	457
B. La souscription de parts .....	457
C. L'achat de parts .....	458
3. Dans une SICAF .....	459
<b>V. Les rapports juridiques .....</b>	<b>459</b>
1. En général .....	459
2. Dans un placement de nature contractuelle .....	460
A. Le contrat de placement collectif .....	460
B. Sa nature .....	460
C. Son contenu .....	460
D. Sa modification .....	461
3. Dans les placements de nature sociétaire .....	462
A. Dans une SICAV .....	462
B. Dans une SICAF .....	462
<b>VI. Les droits de contrôle de l'investisseur .....</b>	<b>462</b>
<b>VII. La sortie de l'investisseur .....</b>	<b>463</b>
1. En général .....	463
2. Les placements collectifs ouverts .....	464
A. Le principe .....	464
B. Les exceptions .....	465
3. Les placements collectifs fermés .....	467
<b>■ CHAPITRE XXIII. LE RAPPORT ENTRE L'INVESTISSEUR ET L'INTERMÉDIAIRE FINANCIER DANS LE DROIT DE L'UNION EUROPÉENNE .....</b>	<b>469</b>
<b>I. Introduction .....</b>	<b>469</b>

<b>II. La MiFID</b> .....	470
1. Introduction	470
2. Les clients et leur catégorisation	471
3. Les informations fournies par l'entreprise d'investissement	473
A. Les principes à respecter	473
B. L'étendue des informations à fournir	474
C. La publicité	475
4. La conclusion d'un contrat entre l'entreprise d'investissement et le client	476
5. La protection des actifs des clients	477
6. Le conseil en investissement	478
7. La gestion de portefeuilles	480
8. Les litiges avec les clients	481
<b>III. La Directive 2009/65</b> .....	482
1. Introduction	482
2. Les publications	482
A. En général	482
B. Le prospectus	482
C. Les Informations Clés pour les Investisseurs	483
D. Les rapports annuels et semestriels	484
E. Les autres informations	484
3. Les communications publicitaires	484
4. Les litiges	485
<b>IV. La Directive AIFM</b> .....	486
1. Introduction	486
2. Les informations à communiquer aux investisseurs	487
3. Le rapport annuel	487
<b>V. Les contrats d'assurance-vie liés à des participations</b> .....	488
1. Présentation	488
2. Les textes légaux applicables	489
<b>VI. Conclusion</b> .....	491
<b>■ CHAPITRE XXIV. LES REGLES DE CONDUITE</b> .....	495
<b>I. Introduction</b> .....	495
1. Présentation	495
2. Les règles de conduite et l'intérêt du marché	496
3. Les règles de conduite et les règles d'organisation	497
<b>II. Les règles de conduite en droit suisse</b> .....	498
1. En général	498

2. La LB	498
3. L'art. 11 LBVM	499
A. Présentation	499
B. L'origine de la disposition	499
C. Le contenu de l'art. 11 LBVM	500
D. Les lacunes de l'art. 11 LBVM	501
a. En général	501
b. Les règles de la bonne foi	501
c. Le principe de l'égalité	502
d. Le principe de transparence	503
E. La concrétisation des principes de l'art. 11 LBVM	504
4. La LPCC	504
5. Les circulaires de la FINMA	506
A. La Circulaire FINMA 08/38	506
B. La Circulaire FINMA 09/1	507
6. Les textes issus de l'autorégulation	508
A. Présentation	508
B. L'ASB	508
a. En général	508
b. Les Règles de conduite pour négociants en valeurs mobilières applicables à l'exécution d'opérations sur titres	509
c. Les Directives concernant le mandat de gestion de fortune	509
d. Les Directives d'attributions concernant le marché des émissions	510
e. Les Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière	510
C. Les Règles de la SFA	510
D. Les autres organismes d'autorégulation	512
<b>III. Les règles de conduite en droit européen</b>	512
1. Présentation	512
2. Les entreprises d'investissement	512
A. Présentation	512
B. La DSI	512
C. La MiFID	513
3. Le placement collectif de capitaux	514
4. La Directive AIFM	515
<b>IV. Conclusion</b>	515
<b>■ CHAPITRE XXV. LE RAPPORT ENTRE LES REGLES DE CONDUITE ET LES OBLIGATIONS DE DROIT PRIVE</b>	519
<b>I. Introduction</b>	519

<b>II. La LPCC</b> .....	519
<b>III. La LBVM</b> .....	520
1. En général	520
2. La portée de l'art. 11 LBVM	521
3. Les conséquences découlant de la nature de droit public de l'art. 11 LBVM	522
A. En général	522
B. La nullité des transactions conclues	523
C. L'acte illicite civil	523
4. Le rapport avec les obligations imposées par le droit privé	524
A. En général	524
B. Les obligations du négociant à l'égard du client en vertu du droit privé	525
a. En général	525
b. Le rapport <i>execution only</i>	525
c. Le conseil en placement et la gestion de fortune	526
d. Analyse de cette situation	526
5. L'autonomie du droit privé	526
A. En droit suisse	526
B. En droit européen	529
6. Le rapport entre la FINMA et le juge civil	530

## PARTIE V

<b>L'INVESTISSEUR ET LE RISQUE</b> .....	531
■ <b>CHAPITRE XXVI. LE RISQUE DES INSTRUMENTS FINANCIERS</b> .....	533
<b>I. La notion</b> .....	533
<b>II. Les types des risques</b> .....	534
1. Description	534
2. Risque générique ou risque spécifique	536
3. Risques liés aux stratégies suivies	537
A. En général	537
B. L'effet de levier	537
C. Les ventes à découvert	538
D. La diversification	539
E. La multiplication des transactions	539
<b>III. Le risque et les nouveaux instruments financiers</b> .....	540
1. Introduction	540
2. Les produits dérivés	540
3. Les parts de <i>hedge funds</i>	541
4. Les dérivés de crédit	544

5. Les produits structurés	545
A. La définition	545
B. Les risques	547
a. En général	547
b. Le risque de crédit	547
c. Le risque de marché	547
d. Le risque de liquidité	548
e. Les risques de confusion	549
f. La rémunération de l'investisseur	549
i. La nature de la rémunération	549
ii. L'asymétrie en matière d'informations	550
iii. Les coûts additionnels du produit structuré	552
iv. Les difficultés en cas de revente du produit structuré	552
g. Les risques pour l'émetteur du produit structuré	552
6. Le risque et la complexité d'un instrument financier	553
<b>■ CHAPITRE XXVII. L'ATTITUDE DE L'INVESTISSEUR FACE AU RISQUE</b>	<b>557</b>
<b>I. En général</b>	<b>557</b>
<b>II. L'acceptation du risque par l'investisseur</b>	<b>557</b>
1. En général	557
2. Connaissance et expérience	558
A. En général	558
B. La connaissance	559
C. L'expérience	559
D. La communication d'informations relatives aux risques à l'investisseur	559
a. En général	559
b. Le prospectus	560
i. Le principe	560
ii. Le contenu	561
c. La note d'information	562
i. Le principe	562
ii. Le contenu	563
d. L'indicateur de risque	564
i. En général	564
ii. Le rating	565
iii. Les spreads	565
iv. Les indicateurs numériques de risques	565
v. L'appréciation	567
<b>III. La perte acceptable</b>	<b>567</b>
<b>IV. Les objectifs de l'investisseur</b>	<b>569</b>
<b>V. Conclusion</b>	<b>569</b>

■ CHAPITRE XXVIII. L'INVESTISSEUR ET LE RISQUE : LA REGLEMENTATION SUISSE ....	571
I. En général .....	571
II. L'art. 11 al. 1 lit. a LBVM .....	571
1. Présentation .....	571
2. Le champ d'application .....	572
3. L'étendue de l'information à fournir .....	573
4. Le moment et la forme de l'information .....	574
5. La standardisation de l'information .....	574
6. La preuve de la fourniture de l'information .....	574
7. Le caractère impératif de l'information .....	575
8. L'intervention d'un tiers gérant .....	575
III. Le droit des obligations .....	575
1. En général .....	575
2. Le rapport <i>execution only</i> .....	576
A. En général .....	576
B. L'obligation de mise en garde .....	577
3. Le conseil en placement .....	577
4. Le mandat de gestion .....	579
A. En général .....	579
B. Les Directives de l'ASB .....	581
C. Les règles des OAR .....	582
IV. Les prospectus .....	583
1. En général .....	583
2. L'art. 652 a CO .....	583
3. L'art. 1156 CO .....	584
4. L'art. 5 LPCC .....	584
A. Présentation .....	584
B. Comparaison avec l'art. 11 LBVM .....	586
5. L'art. 20 al. 1 lit. c LPCC .....	588
A. En général .....	588
B. Le prospectus et le prospectus simplifié .....	589
a. En général .....	589
b. Les fonds qui effectuent des investissements alternatifs .....	590
C. L'autorégulation .....	591
a. En général .....	591
b. Les règles de conduite pour l'industrie suisse des fonds .....	592
c. Les Directives de la SFA pour la distribution de placements collectifs de capitaux .....	592
6. Le prospectus boursier .....	593



V.	L'assurance-vie liée à des participations .....	594
VI.	Conclusion .....	595
	1. En général .....	595
	2. L'information en matière de risques .....	595
	3. L'importance limitée des prospectus .....	597
■	<b>CHAPITRE XXIX. L'INVESTISSEUR ET LE RISQUE :</b>	
	<b>LA REGLEMENTATION DE L'UNION EUROPEENNE .....</b>	<b>601</b>
I.	Introduction .....	601
II.	La MiFID .....	601
	1. En général .....	601
	2. Le régime <i>execution only</i> .....	602
	A. Présentation .....	602
	B. Le régime simple .....	602
	C. Le régime complexe .....	603
	a. Le principe .....	603
	b. Le client professionnel .....	603
	c. Les avertissements à fournir au client .....	604
	D. Les perspectives d'évolution .....	605
	3. Le rapport de conseil et de gestion .....	605
	A. En général .....	605
	B. Le client professionnel .....	606
	C. Les perspectives d'évolution .....	607
	4. Les informations à fournir aux clients par l'entreprise d'investissement .....	608
	A. En général .....	608
	B. Les modalités de fourniture des informations .....	608
	C. Les informations relatives aux instruments financiers .....	609
	5. Les informations à fournir par les clients .....	611
	A. En général .....	611
	B. Les informations pertinentes .....	612
	C. La mise à jour des informations .....	613
	D. Appréciation de la situation .....	614
	6. Comparaison du régime de la MiFID avec le régime suisse .....	615
III.	La Directive Prospectus .....	617
	1. En général .....	617
	2. La description des risques .....	618
	3. Comparaison avec le régime suisse .....	619
IV.	La Directive OPCVM .....	619

1. En général	619
2. Le contenu du prospectus	619
3. Les Informations Clés pour l'Investisseur	621
A. Le principe	621
B. Le contenu	622
a. En général	622
b. La politique et les objectifs d'investissement	624
c. Le profil risque rémunération	624
d. Les autres indications	624
4. Comparaison avec le régime suisse	625
V. La Directive AIFM	625
VI. L'assurance-vie liée à des participations	626

## PARTIE VI

QUELQUES QUESTIONS PARTICULIERES	629
----------------------------------	-----

■ CHAPITRE XXX. LES CONFLITS D'INTERETS : PRESENTATION GENERALE	631
---	-----

I. Remarque liminaire	631
II. Les typologies de conflits	635
1. Introduction	635
2. Dans la gestion de fortune individuelle	635
3. Dans l'activité bancaire	636
A. En général	636
B. La banque active dans le domaine de la gestion de fortune	636
C. La banque universelle	637
a. En général	637
b. Les divers types de conflits	638
i. Introduction	638
ii. Les rapports de la banque avec ses contreparties	638
iii. Les transactions pour compte propre	638
iv. L'existence de divers clients	639
D. L'activité d'analyse	640
a. Introduction	640
b. Importance des analystes	641
c. Les conflits d'intérêts dans l'analyse	642
4. Dans le placement collectif de capitaux	643
5. Les agences de <i>rating</i>	646
A. En général	646
B. Les conflits d'intérêts	648

■ CHAPITRE XXXI. LA RÉGLEMENTATION DES CONFLITS D'INTERETS EN DROIT SUISSE .....	651
I. Introduction .....	651
II. Dans les rapports avec un négociant en valeurs mobilières .....	651
1. En général .....	651
2. La Circulaire FINMA 08/38 .....	652
3. Les Directives de l'ASB .....	654
A. En général .....	654
B. Règles de conduite pour négociants en valeurs mobilières .....	655
C. Directives relatives à l'indépendance de l'analyse financière .....	656
D. Directives d'attribution concernant le marché des émissions .....	658
E. Directives concernant le mandat de gestion de fortune .....	659
III. Le placement collectif de capitaux .....	661
1. La réglementation légale .....	661
2. Les Directives de la SFA .....	661
IV. Le conseiller en placement .....	662
V. Le gérant de fortune .....	663
VI. L'assurance-vie .....	663
1. Dans les rapports directs avec une compagnie d'assurance .....	663
2. Dans les rapports avec un intermédiaire .....	664
■ CHAPITRE XXXII. LA RÉGLEMENTATION DES CONFLITS D'INTERETS EN DROIT EUROPEEN .....	667
I. Introduction .....	667
II. Les services d'investissement .....	667
1. Introduction .....	667
2. La DSI .....	667
3. La MiFID .....	668
A. En général .....	668
B. L'identification des conflits .....	669
C. La gestion des conflits .....	670
D. Les informations à fournir aux clients .....	672
III. L'activité d'analyse et de recherche .....	673
1. Présentation .....	673
2. La MiFID .....	673
3. Les Directives 2003/6 et 2003/125 .....	676

<b>IV. Les placements collectifs de capitaux</b> .....	678
1. Introduction .....	678
2. Les OPCVM .....	678
3. Les gérants de fonds alternatifs .....	679
<b>V. Les agences de rating</b> .....	681
<b>VI. L'assurance-vie liée à des participations</b> .....	683
<b>■ CHAPITRE XXXIII. LES CONFLITS D'INTERETS : CONCLUSION</b> .....	685
<b>■ CHAPITRE XXXIV. LA BEST EXECUTION</b> .....	691
<b>I. Introduction</b> .....	691
<b>II. En droit suisse</b> .....	695
1. Introduction .....	695
2. Les rapports avec un négociant en valeurs mobilières .....	695
A. Présentation .....	695
B. Les rapports contractuels .....	695
a. La règle : le contrat de commission .....	695
b. L'exception : le contrat de vente .....	697
C. L'art. 11 al. 1 lit. b LBVM .....	700
a. En général .....	700
b. Les circulaires de la FINMA .....	700
c. Les Règles de l'ASB .....	702
d. Les décisions de l'autorité de surveillance .....	704
3. Les rapports avec un gérant de fortune .....	704
4. Les rapports avec un véhicule de placement collectif de capitaux .....	705
A. Présentation .....	705
B. Les transactions du véhicule de placement collectif .....	705
C. Les demandes de souscription et de remboursement de parts .....	706
<b>III. Dans le droit de l'Union européenne</b> .....	708
1. Introduction .....	708
2. Les services d'investissement .....	708
A. Présentation .....	708
B. La DSI .....	709
C. La MiFID .....	709
a. En général .....	709
b. L'exécution des ordres .....	709
i. Les principes .....	709
ii. Les lieux d'exécution .....	710

<b>IV. Les placements collectifs de capitaux</b> .....	678
1. Introduction	678
2. Les OPCVM	678
3. Les gérants de fonds alternatifs	679
<b>V. Les agences de <i>rating</i></b> .....	681
<b>VI. L'assurance-vie liée à des participations</b> .....	683
<b>■ CHAPITRE XXXIII. LES CONFLITS D'INTERETS : CONCLUSION</b> .....	685
<b>■ CHAPITRE XXXIV. LA <i>BEST EXECUTION</i></b> .....	691
<b>I. Introduction</b> .....	691
<b>II. En droit suisse</b> .....	695
1. Introduction	695
2. Les rapports avec un négociant en valeurs mobilières	695
A. Présentation	695
B. Les rapports contractuels	695
a. La règle : le contrat de commission	695
b. L'exception : le contrat de vente	697
C. L'art. 11 al. 1 lit. b LBVM	700
a. En général	700
b. Les circulaires de la FINMA	700
c. Les Règles de l'ASB	702
d. Les décisions de l'autorité de surveillance	704
3. Les rapports avec un gérant de fortune	704
4. Les rapports avec un véhicule de placement collectif de capitaux	705
A. Présentation	705
B. Les transactions du véhicule de placement collectif	705
C. Les demandes de souscription et de remboursement de parts	706
<b>III. Dans le droit de l'Union européenne</b> .....	708
1. Introduction	708
2. Les services d'investissement	708
A. Présentation	708
B. La DSI	709
C. La MiFID	709
a. En général	709
b. L'exécution des ordres	709
i. <i>Les principes</i>	709
ii. <i>Les lieux d'exécution</i>	710

iii. La transparence pré et post-négociation	711
c. Les règles relatives à la <i>best execution</i>	712
i. Le principe	712
ii. Le champ d'application de l'obligation de <i>best execution</i>	712
iii. Les obligations de l'entreprise d'investissement	713
α. En général	713
β. La politique d'exécution	713
γ. Le réexamen de la politique	716
δ. L'information au client	716
3. Les placements collectifs de capitaux	717
A. Présentation	717
B. Les OPCVM	717
C. Les fonds alternatifs	718
IV. Conclusion	718
■ CHAPITRE XXXV. LA REMUNERATION DE L'INTERMEDIAIRE FINANCIER	723
I. Introduction	723
II. La réglementation suisse	724
1. Les principes applicables à la rémunération de l'intermédiaire financier	724
A. Le négociant	724
B. Le gérant de fortune indépendant	727
C. Le conseiller en placement	728
D. Les placements collectifs de capitaux	728
E. L'assurance-vie liée à des participations	730
2. Les rétrocessions et les autres avantages	730
A. Présentation générale	730
a. Introduction	730
b. L'origine du phénomène	731
c. Les accords conclus en matière de distribution d'instruments financiers	732
i. Le principe	732
ii. Les conditions économiques des accords	733
d. Rémunérations en espèces et <i>soft commissions</i>	734
B. Le débat suscité par les rétrocessions et les avantages	735
a. En général	735
b. Les <i>soft commissions</i>	736
C. La position du droit suisse	737
a. En général	737
b. L'ATF 132 III 460 ss	737
c. La portée des principes de l'ATF 132 III 460 ss	738
d. La Circulaire FINMA 09/1	743
e. Les placements collectifs de capitaux	744
f. L'assurance-vie liée à des participations	746

<b>III. La réglementation de l'Union européenne</b> .....	748
1. La MiFID	748
A. Le principe	748
B. L'art. 26 Directive 2006/73	748
a. Présentation générale	748
b. Les exigences en matière d'organisation	751
c. L'art. 26 par. 1 lit. b Directive 2006/73	751
i. <i>En général</i>	751
ii. <i>Les intérêts du client</i>	752
iii. <i>L'amélioration de la qualité du service</i>	752
iv. <i>L'information au client</i>	754
2. Les OPCVM	755
3. La Directive AIFM	756
4. L'intermédiation en assurance	756
<b>IV. Conclusion</b> .....	756
<b>CONCLUSION</b> .....	765
I. Observations générales	767
II. La nécessité d'assurer une protection accrue des investisseurs	771
III. Quelques propositions	775
1. En général	775
2. La réglementation des gérants de fortune indépendants	776
3. L'uniformisation du régime suisse	780
4. La fourniture aux investisseurs d'informations en matière de risques	781
5. L'expérience et la connaissance des investisseurs	784
6. La nécessité de s'assurer du caractère adéquat des transactions conclues	785
7. Une documentation meilleure des prestations fournies	790
8. La réglementation des produits	792
A. L'approbation des instruments financiers	792
B. L'interdiction des instruments financiers	794
C. Les processus de création de nouveaux instruments financiers	796
9. Le rôle accru de l'autorité de surveillance	798
10. Le rôle des investisseurs	801
11. Le document FINMA de février 2012, « Document de position FINMA Règles applicables à la distribution »	804
<b>INDEX</b> .....	807