

PRÉFACE

Il fallait beaucoup d'audace à Monsieur Jérôme Chacornac pour décider de consacrer sa thèse à l'information sur les marchés financiers. Le sujet avait déjà suscité l'intérêt des chercheurs et des ouvrages récents avaient traité, sous différents angles, divers aspects de l'information financière ¹.

Mais l'ambition de M. Chacornac était autre. Il s'agissait d'appréhender l'information dans sa globalité pour tenter de retrouver, ou de découvrir, au-delà de l'hétérogénéité des multiples dispositions qui lui sont consacrées et dont le sens s'est perdu au fil d'incessantes interventions législatives, l'idée autour de laquelle ordonner la matière et susceptible d'en restaurer la légitimité.

Cela supposait un premier travail de recensement. Travail considérable car M. Chacornac ne néglige aucun des aspects du sujet. Toutes les obligations d'information sont étudiées, quelle qu'en soit la source – directives Prospectus, Transparence, Abus de marché, Marchés d'instruments financiers (MIF) –, le débiteur – émetteur, investisseur, prestataire de services d'investissement ou entreprise de marché –, ou le créancier – investisseur, client, public –, quel qu'en soit l'objet – information financière ou extra-financière, privilégiée ou non privilégiée –, le temps – obligation d'information périodique, permanente ou occasionnelle, pré-contractuelle ou pré-opérationnelle –, ou le mode – communication, diffusion, recommandation, conseil, notation –...

Autant dire que c'est tout le droit des marchés financiers qui est ainsi balayé par l'auteur, qui nous fait grâce de ce travail préparatoire pour ne livrer, en 600 pages néanmoins, que le travail de reconstruction de la matière, autrement dit sa thèse.

Celle-ci part du constat que l'explication économique classique de la recherche de l'efficacité des marchés est insuffisante à structurer la matière et de l'intuition qu'il faut déplacer le prisme, du marché vers l'instrument financier, pour en trouver, en droit, l'unité. « La cohérence du traitement juridique de l'information doit être recherchée dans l'objet dont l'ordre juridique assure la connaissance » soutient-il, « c'est rapporté à l'objet instrument financier que le traitement juridique de l'information en droit financier trouve sa cohérence ».

Jérôme Chacornac remet ainsi l'instrument financier au centre et, en considération de sa spécificité – le risque patrimonial qui lui est attaché –, propose une clé de lecture et un fondement du dispositif d'information en droit des marchés financiers.

La clé de lecture réside dans la fonction commune des multiples obligations d'information qui émaillent le droit des marchés financiers – fonction que l'auteur qualifie « d'intellectuelle » – : intégrer à la décision d'investissement, la connaissance et l'anticipation du risque attaché aux instruments financiers. Elle livre le fondement du dispositif, qui n'est rien moins alors que la préservation du contrat comme mode de réalisation du marché financier : l'information constitue la dernière digue de protection

1. Pour s'en tenir aux plus récents et sans être exhaustif : A. Sotiropoulou, *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit communautaire*, Larcier, 2012 ; K. Sergakis, *La transparence des sociétés cotées en droit européen*, IRJS éditions, 2013.

du contrat, un moyen pour « les instances normatives de préserver la liberté des agents économiques qui interviennent sur les marchés financiers », avant que des mécanismes contraignants lui soient préférés, à l'instar des tests d'adéquation requis de certains prestataires qui préemptent la décision d'investissement

À partir de cette hypothèse, Jérôme Chacornac ordonne la matière. Les multiples dispositions relatives à l'information sont réparties en deux ensembles qui concourent tous deux, mais de manière différente, à fonder intellectuellement la décision d'investissement. D'une part, les règles qui assurent la connaissance du risque initial inhérent aux instruments financiers et assument ainsi une fonction « descriptive » ; d'autre part, celles qui permettent l'appréciation d'un tel risque dans la durée et assurent une fonction « prédictive ».

La première partie, consacrée à la fonction descriptive de l'information, regroupe les règles qui tendent à révéler aux investisseurs le risque dont l'instrument financier est porteur. Selon l'auteur, deux dispositifs complémentaires répondent à cet objectif : il s'agit de l'information standardisée requise en cas d'offre au public et de l'information personnalisée exigée du prestataire à l'égard de son client. Jérôme Chacornac revisite ces deux dispositifs à la lumière de son hypothèse de travail.

À propos de l'information standardisée, il démontre de manière convaincante que c'est bien la spécificité de l'instrument, objet commun des opérations du marché primaire, qui permet, à la fois, de rendre compte de leur soumission à l'exigence commune d'élaboration d'un prospectus, d'expliquer le contenu et les modalités de cette information, et de justifier le domaine de l'obligation. Ces développements sont l'occasion de mieux cerner le risque attaché aux titres financiers, ce « risque d'investissement », que l'auteur propose de définir comme « la probabilité d'une dépréciation de la valeur d'un titre financier, liée au titre lui-même comme à l'émetteur ».

C'est toutefois au service de l'information personnalisée, c'est-à-dire, de celle qui est attendue du prestataire à l'égard de son client, que l'hypothèse est la plus féconde. Dans des développements particulièrement riches, M. Chacornac explore le fondement de cette obligation et démontre que si elle a vocation à protéger l'investisseur en assurant l'expression éclairée de son consentement, le fondement d'une telle protection n'est pas assimilable à celui du droit de la consommation. En effet écrit-il, « à défaut de toute définition de l'acte de consommation, le droit de la consommation est circonscrit au déséquilibre entre les parties aux fins de sa délimitation. La place prépondérante revient ainsi au sujet en droit de la consommation. Le droit des instruments financiers construit la protection de l'investisseur à l'encontre du risque patrimonial porté par les instruments financiers et fait ainsi prévaloir son objet ». Et l'on comprend alors pourquoi les mécanismes de protection par l'information s'effacent lorsque la prestation a pour objet un instrument non complexe ou diminuent lorsque le client est un client professionnel à même d'apprécier les risques de son investissement.

La seconde partie, consacrée à la fonction prédictive de l'information, regroupe les règles qui visent à permettre aux investisseurs d'anticiper l'évolution de la valeur des instruments financiers. L'hypothèse est que certaines informations ne servent plus la connaissance du bien, mais la détermination de sa valeur dans la durée : information permanente des émetteurs, information périodique, déclaration des franchissements de seuils, révélation de la préparation d'une opération financière, analyses

financières, notation de crédit... toutes ces informations concourent à la formation du cours de l'instrument et à l'anticipation de ses évolutions. L'information ainsi exigée est choisie, sélectionnée par le législateur en même temps qu'elle est protégée de toute dénaturation. C'est sous cette double approche – la sélection et la préservation des qualités de l'information – que l'auteur explore ce second ensemble de règles.

L'étude du mode de sélection de l'information livre un point de vue original sur le temps et l'objet de l'information et des analyses particulièrement fines sur la distinction entre l'information permanente qui pèse sur l'émetteur et celle qui pèse sur l'investisseur au rebours des critiques adressées à l'AMF dans son utilisation cumulative des textes, ou sur ce que le franchissement de seuil est censé nous dire de la puissance de vote de l'investisseur.

L'étude de la préservation des qualités de l'information est l'occasion de développements novateurs et riches sur la spécificité de « l'opinion » des analystes et agences de notation comme mode d'information : « irréductible aux catégories d'information identifiées dans la théorie générale du contrat, l'opinion est une synthèse qualitative à des fins prédictives de l'information disponible et ne vaut ainsi que par l'objectivité des méthodes qui président à son élaboration ».

Arrivés au terme de l'ouvrage, on ne peut que constater la pertinence de la thèse. Sans doute, existe-t-il d'autres clés de lecture du dispositif d'information financière. Mais la proposition de M. Chacornac est féconde : elle éclaire de manière originale des questions que l'on croyait épuisées – la distinction des titres et des contrats financiers, de l'investisseur et du consommateur, de l'information et du conseil, de l'opinion et de l'information – et elle offre au juge, comme au régulateur, une clé d'interprétation du dispositif dont la portée se révèle particulièrement intéressante dans les développements qu'il consacre à la détermination de la sanction de la violation des obligations.

Puisant dans sa grande culture générale les outils de la conceptualisation d'une matière dont il maîtrise toute la technicité, M. Chacornac parvient ainsi à en restaurer l'intelligibilité et la légitimité, performance saluée tant par les instances universitaires que professionnelles, qui ont honoré son travail de pas moins de cinq prix prestigieux.

Depuis, Jérôme Chacornac a continué d'écrire et de nourrir la doctrine de droit des affaires d'analyses maîtrisées et peu conventionnelles, toujours particulièrement stimulantes, révélant un goût et un talent peu communs pour la recherche. Aussi lui souhaitera-t-on les plus beaux succès dans la carrière universitaire à laquelle il se destine.

France DRUMMOND