

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	1
Section I. L'information comme objet de recherche	4
§ 1. Les qualifications juridiques applicables à l'information	4
§ 2. L'information comme savoir communicable à autrui	13
A. Le traitement juridique de l'information, expression d'identification de besoins de connaissance par l'ordre juridique	14
B. L'information, instrument de la connaissance	15
Section II. Le droit financier comme domaine de recherche	18
§ 1. La multiplicité des règles relatives à l'information en droit financier	20
A. Élément d'un droit des émetteurs	21
B. Élément d'un droit spécial des contrats	22
C. Objet de l'activité de catégories spécifiques d'intermédiaires en information sur les marchés financiers	25
D. Fondement d'un droit répressif financier	25
§ 2. L'information comme indicateur de l'existence d'un droit des instruments financiers	27
Section III. Le choix d'une méthode fondée sur les fonctions intellectuelles de l'information	30
§ 1. Les démarches alternatives fondées sur les finalités de l'information	31
A. La tentation d'une analyse fondée sur les principes directeurs du droit financier	33
B. La tentation de l'analyse fondée sur l'objectif économique d'efficience	35
1. L'efficience allocative, critère de l'analyse économique du droit	37
2. L'efficience informationnelle, finalité de la théorie des marchés efficients	39
§ 2. La démarche retenue, fondée sur les fonctions intellectuelles de l'information	43

Première partie

La fonction descriptive

Titre I. La standardisation de l'information dans le prospectus	49
Chapitre I. Le fondement de l'obligation d'information collective	51
Section I. La nécessité d'informer un public	52

§ 1. L'offre au public générant une obligation d'information collective en droit commun	53
A. La notion d'offre au public	53
B. Le renforcement des obligations d'information dans les offres au public	57
§ 2. La pluralité des procédés de diffusion de titres financiers générant l'établissement d'un prospectus	60
A. La diffusion de titres financiers par offre au public	63
1. L'offre au public définie par l'information communiquée aux investisseurs	64
2. L'offre au public définie par le recours à des intermédiaires	64
B. La diffusion de titres financiers par admission aux négociations sur un marché réglementé	65
1. L'assimilation de l'admission à une offre au public de titres financiers	67
2. La soumission de l'admission sans offre au public au régime d'une offre au public de titres financiers	68
C. Caractères communs à l'offre au public et à l'admission aux négociations sur un marché réglementé : l'utilité persistante de la notion d'appel public à l'épargne	70
Section II. La nécessité d'informer sur un risque	73
§ 1. L'information sur le risque d'investissement	74
A. La connaissance du risque d'investissement	74
1. Le bien	76
2. L'émetteur	78
a. Le contenu de l'information relative à l'émetteur dans le prospectus	78
b. La différence de fonction du prospectus et de l'information postérieure à l'admission aux négociations sur un marché réglementé	79
B. La compréhension du risque d'investissement	82
1. La fonction du résumé comme complément de l'information initiale	82
2. Les conséquences de la fonction du résumé sur la responsabilité de son auteur	84
a. L'irresponsabilité proclamée	84
b. L'irresponsabilité finalisée	85
§ 2. Le contrôle de cohérence de l'information initiale exercé par le régulateur	87
A. Un contrôle « supraformel et infrasubstantiel »	88
B. Un contrôle destiné à préserver l'appréciation du risque par le public	90
1. La préservation de l'appréciation du risque par le public	91
2. L'articulation avec le contrôle substantiel exercé par l'entreprise de marché	92
Conclusion du chapitre I	95

Chapitre II. Le domaine de l'obligation d'information collective	97
Section I. La délimitation objective	99
§ 1. La distinction entre les titres et les contrats financiers	100
A. L'indifférence de la délimitation aux fonctions économiques des instruments financiers	101
B. L'absence d'émission, caractéristique des contrats financiers excluant la possibilité d'une information collective	103
§ 2. La distinction au sein des titres financiers : les limites matérielles à l'obligation de publier un prospectus	107
A. Les limites à la notion d'offre au public : les exclusions fondées sur le volume de l'opération	108
1. L'exclusion fondée sur la dispersion des titres : la notion de cercle restreint d'investisseurs	109
2. Les exclusions fondées sur le montant de l'offre ou des titres offerts	112
B. Les limites à l'obligation d'établir un prospectus	114
1. L'absence de risque porté par les titres d'intéressement	114
2. L'exigence d'accès à une information équivalente sur le risque	116
a. Le régime spécifique à d'autres opérations de marché	116
b. Les catégories de titres ayant déjà donné lieu à l'établissement d'un prospectus	118
3. Le dispositif spécial d'information collective relative aux titres émis par les organismes de placement collectif	119
Section II. La délimitation subjective	122
§ 1. La délimitation fondée sur la nature des émetteurs et de leurs garants	122
§ 2. La délimitation fondée sur la qualité des destinataires de l'offre : la notion d'investisseur qualifié	124
A. La définition de l'investisseur qualifié	126
1. Le dispositif actuel	126
2. La définition par renvoi de la notion d'investisseur qualifié	126
B. Le caractère disponible de la qualité d'investisseur qualifié	129
C. Vers un statut d'investisseur professionnel	132
Conclusion du chapitre II	133
Conclusion du titre I	134
Titre II. La personnalisation de l'information dans les contrats d'intermédiation financière	137
Chapitre I. Le fondement de l'obligation d'information individuelle	141
Section I. La tentation d'une analyse consumériste du fondement de l'obligation d'information	143

§ 1. La coïncidence ponctuelle du fondement de l'obligation d'information en droit des instruments financiers et en droit de la consommation	144
A. La détermination objective du fondement de la protection conférée par l'obligation d'information tenant au procédé de distribution	145
1. Le démarchage bancaire et financier	145
2. La commercialisation à distance de services financiers	149
B. La délimitation objective de la protection conférée par le délai de rétractation tenant aux instruments financiers	151
§ 2. La spécificité du fondement de l'obligation d'information en droit des instruments financiers	154
A. La place de l'objet en droit des instruments financiers et en droit de la consommation	154
1. La prépondérance du sujet en droit de la consommation	155
2. La prévalence de l'objet en droit des instruments financiers	159
B. L'exigence d'information de l'investisseur dans l'ordre public financier	163
Section II. L'insuffisance de l'analyse consumériste : la distinction entre clients professionnels et de détail	169
§ 1. La notion de client	171
A. La distinction du client et du consommateur	172
1. Le client	172
2. La compétence comme fondement de la distinction entre client professionnel et de détail	176
B. L'hétérogénéité du statut de client	179
1. Le dispositif d'information des clients	180
2. La teneur de la distinction entre clients professionnels et de détail : la présomption de connaissance du risque par le professionnel	181
§ 2. Le régime de la qualification de client : la catégorisation	184
A. Les modalités du changement de catégorie : le pouvoir de décision du prestataire	185
B. La portée du changement de catégorie sur l'information relative au risque d'investissement	187
§ 3. L'incidence de la catégorisation sur les solutions prétoriennes antérieures	190
A. La qualification prétorienne d'investisseur averti	191
B. Vers l'abandon de la notion d'investisseur averti	193
Conclusion du chapitre I	197
Chapitre II. La teneur de l'obligation d'information individuelle	199
Section I. Le dispositif d'information individuelle	200
§ 1. Les origines de l'obligation d'information sur les risques	201
A. La construction prétorienne de l'obligation d'information individuelle	201
B. La consécration légale de l'obligation d'information individuelle	206

§ 2. L'échange d'informations comme procédé d'information sur les risques	209
A. Les obligations d'évaluation	210
1. L'évaluation de l'adéquation des services de gestion de portefeuille et de conseil en investissement	211
2. L'évaluation du caractère approprié des autres services d'investissement	213
B. La gradation des conséquences du défaut d'échange d'informations	213
1. La mise en garde	215
a. La coïncidence du renseignement sur les risques avec la mise en garde	215
b. La mise en garde <i>stricto sensu</i>	216
2. L'échange d'informations comme condition de la conclusion du contrat de conseil en investissement et de gestion de portefeuille	217
3. Les incidences des obligations d'évaluation sur l'expression de la volonté du client	218
a. La sujétion du client au prestataire	219
b. La qualification des obligations d'information comme règles de conduite	220
Section II. La sanction civile de l'inexécution de l'obligation d'information individuelle	222
§ 1. Le fondement du droit à réparation : règles de conduite et obligations contractuelles	224
§ 2. L'étendue du droit à réparation	227
A. La limitation de la réparation à la perte de chance	228
1. La perte de chance appliquée aux conséquences de l'inexécution d'une obligation d'information	229
2. L'application particulière aux prestations de services d'investissement	230
B. L'extension souhaitable de la réparation à l'intégralité de la perte subie	234
1. La réparation d'un « <i>préjudice de décision</i> »	234
2. La preuve par présomption du lien de causalité	237
3. Confrontation avec les délits et manquements de diffusion d'informations fausses ou trompeuses	240
Conclusion du chapitre II	241
Conclusion du titre II	242
Conclusion de la première partie	244

Seconde partie

La fonction prédictive

Titre I. La sélection de l'information pertinente	251
Chapitre I. La multiplicité des informations relatives aux émetteurs	255

Section I.	Les temps de l'information	256
§ 1.	La périodicité des obligations d'information	257
§ 2.	L'« obligation permanente » : la communication au public d'informations privilégiées	262
A.	Le dualisme de l'obligation permanente	263
B.	L'obligation permanente des émetteurs	267
1.	L'objet de l'obligation	268
2.	La permanence de l'obligation de veiller à l'information du marché	272
3.	L'exigibilité différée de l'obligation de communication	274
a.	La préservation des intérêts légitimes de l'émetteur	275
i.	Une exception fondée sur un intérêt légitime de l'émetteur	275
ii.	Un retour au principe fondé sur l'intérêt supérieur de la bonne information du public	277
b.	La confidentialité comme condition de rétention momentanée de l'information privilégiée	280
c.	Le nouveau cas de report sur autorisation préalable fondé sur la prévention du risque systémique	282
Section II.	Les contenus de l'information : le développement de l'information extrafinancière	284
§ 1.	L'information relative aux organes de l'émetteur fondée sur le droit des sociétés	286
A.	La contribution du droit des sociétés à la réalisation de la fonction prédictive de l'information : le rapport sur le contrôle interne	288
B.	Le développement de l'information en droit des sociétés supporté par le droit financier	292
1.	Les rémunérations des dirigeants sociaux	293
a.	La quête de transparence sur les rémunérations	293
b.	La soumission de la validité de l'octroi des rémunérations et indemnités de départ à la procédure des conventions réglementées	296
2.	La réalisation progressive d'un équilibre entre hommes et femmes dans la composition des conseils par le biais de l'information	299
§ 2.	L'information relative au fonctionnement de l'émetteur fondée sur le « droit souple »	301
A.	La signification du recours au droit souple	303
B.	L'information relative à la gouvernance de l'émetteur : le principe se conformer ou (s')expliquer	304
1.	L'objet variable de l'obligation	307
2.	La mise en relation du procédé avec son objectif : vers une obligation de se conformer <i>et</i> d'expliquer	309
a.	La valeur supplétive de la référence au code de gouvernement d'entreprise	310
b.	La valeur impérative de l'obligation légale	312
c.	L'insuffisance de la simple référence à un code de gouvernement d'entreprise	313
C.	L'information relative aux conséquences sociales et environnementales de l'activité de l'émetteur	314
Conclusion du chapitre I		318

Chapitre II. La complexité de l'information relative à la puissance de vote des investisseurs	321
Section I. L'objet des déclarations de franchissements de seuils	324
§ 1. La puissance de vote comme objet de la réglementation des franchissements de seuils	325
A. La définition du seuil : l'importance du droit de vote	325
B. Les notions impliquées dans la détermination de l'influence du déclarant	331
C. La notion de puissance de vote	334
§ 2. La mesure de la puissance de vote	335
A. Les assimilations	336
1. Le domaine général de l'assimilation : actions et droits de vote assimilés	337
a. L'assimilation par interposition de personnes : l'influence du déclarant sur les possesseurs actuels d'actions	338
b. La propriété démembrée ou temporairement suspendue	339
c. L'assimilation fondée sur l'exercice des droits de vote : la séparation du titre et du droit politique	345
2. Le partage entre assimilation et information séparée : la prise en compte des instruments dérivés	348
a. Le critère de l'émission	350
b. La prise en compte de la volonté du déclarant : la puissance de vote certaine ou éventuelle	351
c. Le problème de l'exposition économique et des instruments dérivés à dénouement en numéraire	354
i. Les fondements du dispositif actuel	354
ii. Les affaires <i>LVMH</i> et <i>Wendel</i>	357
iii. Perspectives d'évolution	360
B. Les exclusions	365
1. L'exclusion fondée sur la détention précaire des titres par un tiers	365
2. L'exclusion fondée sur la distinction entre portefeuille de négociation et portefeuille d'investissement stratégique	368
Section II. Le régime des déclarations de franchissements de seuils	370
§ 1. Une obligation plurale par ses sujets : l'action de concert comme modalité subjective de l'obligation déclarative	370
A. Le fondement de l'obligation plurale : la finalité du concert	373
1. <i>Affaire Eiffage</i> : l'existence de l'accord déduite d'une finalité commune	375
2. <i>Affaire Gecina</i> : l'extension de la finalité de l'accord à la prise de contrôle	379
B. Le régime de l'obligation plurale : l'obligation solidaire	383
1. Le domaine incertain de la solidarité	385
2. La qualification impropre d'obligation solidaire	386

§ 2. Les obligations complémentaires : la gradation des effets attachés aux différents seuils	390
A. L'information renforcée : les déclarations d'intention	391
1. Les déclarations d'intention résultant d'un franchissement de seuil	392
2. Comparaison avec les déclarations d'intention en cas d'actes préparatoires au dépôt d'une offre publique d'acquisition	394
a. Des faits générateurs différents	396
b. La conséquence commune : une obligation de cohérence à intensité variable	398
B. L'information « dépassée » : les offres publiques obligatoires comme mécanisme contraignant de détermination des prix	401
1. Évocation des règles impératives de détermination du prix	402
2. Le problème de la détermination du seuil de l'offre publique obligatoire	405
§ 3. Les sanctions caractéristiques : privation et suspension des droits de vote	413
A. Le domaine de la sanction : une sanction commune au défaut de déclaration d'un seuil légal ou statutaire	415
B. La mise en œuvre de la sanction	420
1. La nature mixte de la sanction, entre remède de justice privée et sanction judiciaire à titre de peine privée	420
2. L'objet dual de la sanction : les actions non déclarées ou la participation du déclarant	421
Conclusion du chapitre II	426
Conclusion du titre I	427
Titre II. La préservation des qualités de l'information	429
Chapitre I. Les qualités générales de l'information assurées par la sanction des abus de marché	431
Section I. La préservation des qualités générales de l'information par la répression des abus de marché	434
§ 1. La définition de la perturbation du marché	437
A. La perturbation du marché par inégalité d'accès à l'information, atteinte à la qualité substantielle de l'information	438
1. Le débat sur le principe de la répression des opérations d'initié	439
2. La conception de la répression des opérations d'initié en droit positif	441
a. Le fondement en droit européen : l'égalité d'accès à l'information	443
i. Un objectif incertain	444
ii. Un principe : l'égalité d'accès à l'information	445
b. L'information privilégiée comme information publique en devenir	447

B.	La perturbation du marché par atteinte à l'intégrité de l'information, atteinte à la qualité conjoncturelle de l'information	450
1.	L'unité de la catégorie des manipulations de marché	450
2.	Les relations des manipulations de marché avec le droit de la concurrence	454
a.	La manipulation de marché par altération illicite des prix	456
b.	Le cas particulier de la manipulation de cours fondée sur une position dominante	459
§ 2.	La délimitation de la perturbation du marché : le risque d'atteinte à la formation du cours de bourse	461
A.	L'incidence supposée des abus de marché sur le cours	462
1.	La répression formelle des abus de marché	462
a.	La dimension formelle de la répression	462
b.	L'exigence de sensibilité de l'information privilégiée	465
i.	L'initié et l'investisseur raisonnable : l'affaire <i>EADS</i>	469
ii.	L'investisseur raisonnable, entre investisseur rationnel et investisseur moyen	471
2.	La prise en compte de l'effet réel aux fins de la détermination de la sanction pécuniaire	474
B.	La prise en compte des effets des comportements sur le marché : fait justificatif et exemptions	477
1.	Un fait justificatif prétorien en matière d'opérations d'initié ?	478
a.	La distinction de la preuve du défaut d'élément moral et du fait justificatif dans l'arrêt <i>Spector</i>	479
b.	La confusion de la jurisprudence interne	483
c.	L'avenir du fait justificatif	487
2.	Les dérogations fondées sur les effets économiques de certaines pratiques et les nécessités de la politique économique	488
Section II.	La préservation des qualités générales de l'information par le recours à la responsabilité civile	491
§ 1.	Les préjudices découlant d'une atteinte à l'intégrité de l'information du marché	494
A.	Du préjudice d'action au préjudice d'abstention : extension du préjudice indemnisable et relâchement du lien de causalité	495
1.	Les préjudices d'action par acquisition ou de cession d'instruments financiers	496
2.	Les préjudices d'abstention par conservation d'instruments financiers	497
B.	Qualification et étendue du préjudice indemnisable : la question de la perte de chance	500
1.	Analyse du préjudice causé par des informations fausses ou trompeuses	501
a.	Le manque de rigueur de la qualification	502
b.	L'opportunité de la qualification	505
2.	Transposition à la manipulation de cours	508

§ 2. Les préjudices d'inégalité d'accès à l'information résultant des opérations d'initiés	510
A. L'absence de préjudice découlant de la communication d'une information privilégiée	511
B. Le problème de la détermination du préjudice consécutif à un délit ou à un manquement d'initié	514
1. L'impasse logique	516
a. L'incertitude relative aux effets négatifs des délits et manquements d'initié sur le marché	517
b. Le problème de la définition du préjudice	519
2. Le choix de système	523
Conclusion du chapitre I	527
Chapitre II. L'objectivité, qualité particulière des opinions élaborées par les agences de notation et les analystes financiers	529
Section I. Le risque des conflits d'intérêts comme atteinte à l'objectivité des opinions des analystes financiers et des agences de notation	532
§ 1. La qualification de l'information : l'opinion prédictive	533
A. Les qualifications exclues	534
1. Prestation de renseignement	534
2. Prestation de conseil	536
a. Analyse financière et conseil en investissement	537
b. Notation de crédit et conseil	540
B. Une qualification propre aux notes et analyses financières : l'opinion prédictive	543
1. L'exigence de méthode dans l'élaboration de l'information	545
2. Le contenu de l'information	547
a. La dimension prédictive	547
b. L'interprétation synthétique de l'information disponible	549
§ 2. L'enjeu de la réglementation : l'objectivité de l'information	552
A. La notion de conflit d'intérêts	552
1. La situation de conflit d'intérêts	554
2. La détermination des intérêts en conflit : intérêt personnel et intérêt prévalent	555
B. Les conflits d'intérêts comme facteur d'atteinte à l'objectivité de l'opinion	558
1. L'intérêt personnel des analystes financiers et agences de notation	558
2. L'intérêt prévalent constitué par l'accès des investisseurs à une synthèse objective de l'information	558
Section II. Le traitement des conflits d'intérêts comme condition d'objectivité de l'opinion prédictive	560
§ 1. Les remèdes indirects : la prévention des conflits d'intérêts	563

A. Le remède fondé sur la structure du marché de la notation : la concurrence	563
1. Un risque de perte d'objectivité lié au caractère oligopolistique du marché de la notation ?	564
2. La réglementation comme barrière à l'entrée	567
B. Le remède fondé sur la préservation de l'indépendance des analystes financiers et des agences de notation	570
1. L'indépendance économique	573
2. L'indépendance opérationnelle	573
a. Les murailles de Chine	574
b. L'analyse financière indépendante	576
3. L'indépendance personnelle des analystes : la rotation	577
§ 2. Les remèdes directs : le traitement du conflit d'intérêts établi	579
A. Le contrôle de l'objectivité de l'opinion par les investisseurs : la divulgation du conflit d'intérêts	580
B. La sanction du défaut d'objectivité en droit de la responsabilité civile	584
1. La reconnaissance jurisprudentielle de la responsabilité des analystes financiers	585
2. La reconnaissance légale de la responsabilité des agences de notation	589
a. La liberté d'expression et d'opinion, obstacle à l'admission de la responsabilité des agences de notation	590
b. La reconnaissance d'une responsabilité spéciale des agences de notation	592
i. Le principe de la responsabilité	594
ii. Les conditions de la responsabilité	598
 Conclusion du chapitre II	 602
 Conclusion du titre II	 603
 Conclusion de la seconde partie	 605
 Conclusion générale	 607
Bibliographie	615
Index	649