

UNIVERSITÉ PANTHÉON-ASSAS (PARIS II)
DROIT – ÉCONOMIE – SCIENCES SOCIALES

**ESSAI SUR LES FONCTIONS DE L'INFORMATION
EN DROIT DES INSTRUMENTS FINANCIERS**

Thèse pour le Doctorat en Droit Privé
(Arrêté du 7 août 2006)

Présentée et soutenue publiquement le 11 avril 2012 par

Jérôme CHACORNAC

DIRECTEUR DE RECHERCHE

Madame France DRUMMOND
Professeuse à l'Université PANTHÉON-ASSAS (PARIS II)

MEMBRES DU JURY

Monsieur Jean-Jacques DAIGRE
Professeur à l'Université PANTHÉON-SORBONNE (PARIS I)

Monsieur Bertrand FAGES
Professeur à l'Université PANTHÉON-SORBONNE (PARIS I)

Madame Agathe LEPAGE
Professeuse à l'Université PANTHÉON-ASSAS (PARIS II)

Monsieur Alain PIETRANCOSTA
Professeur à l'Université PANTHÉON-SORBONNE (PARIS I)

L'université Panthéon-Assas Paris II n'entend donner aucune approbation ni aucune improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

PLAN SOMMAIRE

INTRODUCTION

PREMIÈRE PARTIE

LA FONCTION DESCRIPTIVE

TITRE I – LA STANDARDISATION DE L’INFORMATION DANS LE PROSPECTUS

CHAPITRE I – Le fondement de l’obligation d’information collective

CHAPITRE II – Le domaine de l’obligation d’information collective

TITRE II – LA PERSONNALISATION DE L’INFORMATION DANS LES CONTRATS D’INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

CHAPITRE I – Le fondement de l’obligation d’information individuelle

CHAPITRE II – La teneur de l’obligation d’information individuelle

SECONDE PARTIE

LA FONCTION PRÉDICTIVE

TITRE I – LA SÉLECTION DE L’INFORMATION PERTINENTE

CHAPITRE I – La multiplicité des informations relatives aux émetteurs

CHAPITRE II – La complexité de l’information relative à la puissance de vote des investisseurs

TITRE II – LA PRÉSERVATION DES QUALITÉS DE L’INFORMATION

CHAPITRE I – Les qualités générales de l’information assurées par la sanction des abus de marché

CHAPITRE II – L’objectivité, qualité particulière des opinions élaborées par les agences de notation et les analystes financiers

CONCLUSION GÉNÉRALE

PRINCIPALES ABRÉVIATIONS

<i>Actes pratiques</i>	Droit des sociétés, Actes pratiques et ingénierie sociétaire
<i>Adde</i>	Ajoutez
AEDBF	Association européenne pour le droit bancaire et financier
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
<i>ALD</i>	Actualité législative Dalloz
<i>AJDA</i>	Actualité juridique de droit administratif
al.	Alinéa
AMAFI	Association française des marchés financiers
AMF	Autorité des marchés financiers
ANSA	Association nationale des sociétés par actions
art.	article
AN	Assemblée nationale
<i>Arch. Phil. dr.</i>	<i>Archives de Philosophie du droit</i>
Ass. plén.	Assemblée plénière
Av. gén.	Avocat général
<i>Banque</i>	Revue Banque
<i>Banque & Droit</i>	Supplément bimestriel de la Revue Banque
<i>Bull. civ.</i>	Bulletin des arrêts de la Cour de cassation (chambres civiles)
<i>Bull. CMF</i>	Bulletin du Conseil des marchés financiers
<i>Bull. COB</i>	Bulletin mensuel de la Commission des opérations de bourse
<i>Bull. crim.</i>	Bulletin des arrêts de la Cour de cassation (chambre criminelle)
<i>BICC</i>	Bulletin d'information de la Cour de cassation
<i>Bull. Joly</i>	Bulletin Joly mensuel d'information des sociétés
<i>Bull. Joly Bourse</i>	Bulletin Joly Bourse et Produits financiers
CA	Cour d'appel
<i>Cah. dr. entr.</i>	Cahiers de droit de l'entreprise
Req.	Chambre des requêtes de la Cour de cassation
CE	Conseil d'Etat
CEDH	Cour européenne des droits de l'Homme
cf.	confer
ch.	chambre
chron.	chronique
Civ. 1 ^{ère}	Première chambre civile de la Cour de cassation
Civ. 2 ^{ème}	Deuxième chambre civile de la Cour de cassation
Civ. 3 ^{ème}	Troisième chambre civile de la Cour de cassation
Cciv.	Code civil
Ccons.	Code de la consommation
Ccom.	Code de commerce
<i>Col. Law Rev.</i>	Columbia Law Review
COMOFI	Code monétaire et financier
Cpén.	Code pénal
Com.	Chambre commerciale de la Cour de cassation

Comm.	Commentaire
CMF	Conseil des marchés financiers
CJCE	Cour de justice des communautés européennes
CJUE	Cour de justice de l'Union européenne
COB	Commission des opérations de bourse
comp.	comparer
concl.	conclusions
Cons. const.	Conseil constitutionnel
<i>Contra</i>	en sens contraire
CCC	Revue Contrats, concurrence, consommation
corr.	correctionnel(le)
Crim.	Chambre criminelle de la Cour de cassation
<i>D.</i>	Recueil Dalloz
<i>DA</i>	Recueil Dalloz – Partie analytique
<i>D. aff.</i>	Dalloz Affaires
<i>DC</i>	Décisions du Conseil constitutionnel
<i>Defrénois</i>	Répertoire du Notariat Defrénois
dir.	Sous la direction de ...
Doctr.	Doctrine
<i>DP</i>	Dalloz périodique
<i>Dr. et patr.</i>	Droit et patrimoine
<i>Dr. pén.</i>	Droit pénal
<i>Dr. sociétés</i>	Droit des sociétés
éd.	édition
ét.	étude
<i>GAJ civ.</i>	<i>Les grands arrêts de la jurisprudence civile</i>
<i>Gaz. Pal.</i>	Gazette du Palais
<i>Ibid.</i>	<i>Ibidem</i> (même référence que la note précédente)
<i>Idem.</i>	Même ouvrage ou article que la note précédente
<i>In</i>	dans
<i>In fine</i>	à la fin, dernière phrase
<i>Infra</i>	voir ci-dessous
<i>I.R.</i>	Informations rapides du Recueil Dalloz
<i>JCP E</i>	Juris-Classeur périodique – Édition Entreprises et affaires
<i>JCP G</i>	Juris-Classeur périodique – Édition générale
<i>JCP N</i>	Juris-Classeur périodique – Édition notariale
JO	Journal officiel (Lois et Décrets)
JOCE	Journal officiel des Communautés européennes
JOUE	Journal officiel de l'Union européenne
<i>Journ. soc.</i>	Journal des sociétés
<i>LPA</i>	Les Petites Affiches
Matif	Marché à terme international de France (depuis 1987)
MIF	Marché d'instruments financiers
Monep	Marché des options négociables
n°	numéro
obs.	observations
<i>op. cit.</i>	<i>opere citato</i> (œuvre précitée)
OPA	Offre publique d'achat
OPE	Offre publique d'échange

OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
préc.	précité
préf.	préface
<i>RDBB</i>	Revue de droit bancaire et de la bourse
<i>RDBF</i>	Revue de droit bancaire et financier
<i>RDC</i>	Revue des contrats
<i>Rép. sociétés</i>	Encyclopédie Dalloz, répertoire de droit des sociétés
<i>Rev. crit. DIP</i>	Revue critique de droit international privé
<i>Rev. crit. lég. et jur.</i>	Revue critique de législation et de jurisprudence
<i>RLDA</i>	Revue Lamy de droit des affaires
<i>Rev. mens.</i>	Revue(s) mensuelle(s)
<i>Rev. Sc. mor. pol.</i>	Revue de l'Académie des sciences morales et politiques
<i>Rev. soc.</i>	Revue des sociétés
RG AMF	Règlement général de l'Autorité des marchés financiers
<i>RIDC</i>	Revue internationale de droit comparé
<i>RIDA</i>	Revue internationale de droit des affaires
<i>RIDE</i>	Revue internationale de droit économique
<i>RJ com.</i>	Revue de jurisprudence commerciale
<i>RJDA</i>	Revue de jurisprudence de droit des affaires
<i>RLDC</i>	Revue Lamy Droit civil
<i>RRJ</i>	Revue de recherche juridique – Droit prospectif
<i>RSC</i>	Revue de science criminelle et de droit pénal comparé
<i>RTD civ.</i>	Revue trimestrielle de droit civil
<i>RTD com.</i>	Revue trimestrielle de droit commercial
<i>RTDF</i>	Revue trimestrielle de droit financier
<i>S.</i>	Recueil Sirey
<i>somm. comm.</i>	Sommaires commentés
<i>Stan. L. Rev.</i>	Stanford Law Review
T. Com.	Tribunal de commerce
T. Corr.	Tribunal correctionnel
TGI	Tribunal de grande instance

INTRODUCTION

« On ne peut demander au législateur d'intervenir chaque fois qu'une personne, par sa bêtise, menace l'intégrité de son patrimoine. Il est toutefois indispensable d'introduire en matière de publicité financière une réglementation qui, tout en ne portant atteinte à aucune liberté, assure aux capitalistes un minimum de protection »¹.

« Nous pensons qu'il est illusoire de vouloir éduquer le public en matière financière. L'initiation aux secrets de la vie financière profiterait certainement à quelques rares sujets, mais dépasserait fatalement la capacité intellectuelle de la majorité »².

1. Remède utopique à la bêtise, l'information ne saurait éduquer en matière financière mais se limiterait à assurer une protection minimale à des individus sans doute déjà suffisamment éclairés. Ces passages mis en exergue, tirés d'une thèse désormais ancienne consacrée à la publicité financière, soulèvent, en raison même de leur généralité et de leur tonalité vulgarisatrice, un problème central de politique législative. À ce titre, on ne peut qu'observer le pessimisme de l'auteur qui, partant du constat qu'une réglementation est nécessaire, conclut, au terme de son travail, à sa vraisemblable ineffectivité.
2. Le développement contemporain de l'information financière en droit positif révèle cependant qu'un pareil scepticisme ne s'est pas saisi du législateur. Le droit financier est destiné pour une part essentielle à assurer l'intelligence des opérateurs économiques. En la matière, l'ordre juridique prend en charge la satisfaction des besoins de connaissance liés à la prise d'un risque financier³, cette « menace à l'intégrité du patrimoine » évoquée en exergue, par l'édition de règles relatives à la transmission d'informations. Si le droit boursier est d'abord né comme un droit d'organisation de certains marchés spécifiques, au sens institutionnel du terme, et un droit des métiers de la bourse⁴, l'adoption des législations fédérales américaines du *New Deal* en réponse à la crise consécutive au krach de 1929 a définitivement placé le

¹ A. HEMMENDINGER, *De la publicité financière – Le prospectus de placement*, Thèse Strasbourg, Imprimerie de Clermont-Ferrand, 1945, p. 10.

² *Ibid.* p.106.

³ On signalera comme première piste de mise en relation de l'information avec le risque financier l'importance des développements consacrés à l'information des investisseurs dans les actes du colloque organisé le 18 juin 2010 par le laboratoire DANTE de la faculté de droit de l'université Versailles Saint-Quentin : v. le dossier « L'appréhension du risque financier par le droit », *RDBF*, nov.-déc. 2010, ét. 27-37.

⁴ Ce qu'il est resté en Europe jusqu'à une époque récente à en croire l'intitulé de la directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières JOCE n° L.141 du 11 juin 1993. Pour un rappel de l'évolution historique du statut des professionnels des marchés financiers, A.-D. MERVILLE, « Des agents de change aux différentes professions des marchés financiers (dans l'ancien Code de commerce : art.74 à 76, 81 à 90) », in *D'un Code à l'autre : le droit commercial en mouvement*, dir. P. LE CANNU, L.G.D.J. 2008, p. 289-296. Adde, A. RABUT, *Le droit des bourses de valeurs et des agents de change*, Litec, 1983, n° 4, p. 12.

traitement de l'échange des informations nécessaires à l'instauration de relations financières au cœur de la politique juridique en la matière.

3. Les relations entre les opérateurs qui interviennent sur les marchés financiers sont appréhendées par l'ordre juridique à raison des écarts de connaissance supposés ou constatés et pour lesquels un correctif est jugé nécessaire par le biais de la règle de droit. Telle a été l'approche retenue par le législateur fédéral américain, à la suite des législateurs étatiques¹, en faveur de la *disclosure philosophy*. Le terme « philosophie » tel qu'il est utilisé par les auteurs nord-américains apparaît significatif pour rendre compte de l'option législative adoptée par le Congrès avec les *Securities Act* de 1933 et *Securities exchange Act* de 1934². Le choix à opérer pour restaurer la confiance sur les marchés financiers supposait de déterminer un procédé d'intervention du droit dans ce secteur économique spécifique. La transmission d'une information à destination du public des investisseurs ne s'est pas imposée en raison, sur la base de théories financières qui n'ont été développées qu'ultérieurement³, mais a fait l'objet d'un débat entre différentes « philosophies » en conflit⁴ au niveau politique. Avec l'adoption de règles impératives de révélation d'information comme procédé d'encadrement juridique des activités financières, c'est une conception de ce que doit être la « *législation financière* »⁵ qui a été consacrée.
4. Les temps sont différents et il n'est pas question de revenir sur les termes de ce débat dans le cadre de ce travail qui n'a pas pour objet d'étudier le droit financier dans une perspective historique. Il faut simplement prendre acte de l'enseignement durable qui en est résulté sur le

¹ Les réglementations imposant aux émetteurs de *securities* des obligations d'information destinées à assurer le public que les investissements réalisés ne l'étaient pas simplement en vue d'acquiescer des « arpents de ciel bleu » sont d'abord apparues au niveau du droit des États et ont été désignées sous l'expression *Blue Sky Laws* : sur l'origine de l'expression, A. TUNC, *Le droit américain des sociétés anonymes*, *Economica*, 1985, n° 21, p. 32 et n° 50, p.74-75. Sur les *Blue sky Laws*, les développements substantiels de L. LOSS et J. SELIGMAN, *Securities Regulation*, 3rd ed., Little Brown and Company, 1989, p. 60-133.

² Sur lesquels, J. D. COX, R. W. HILLMAN, D. C. LANGEVOORT, *Securities Regulation – Cases and materials*, 5th ed., Aspen Publishers, 2006, p. 3 et s.

³ On observera d'ailleurs que l'article fondateur sur la place de la connaissance dans l'analyse économique est postérieur aux législations du *new deal* : F. A. HAYEK, « Economics and Knowledge », *Economica*, New Series Volume 4, Issue 13, Feb. 1937, p.33-54. Le choix normatif opéré a ainsi certainement stimulé la réflexion économique autant qu'il en a subi l'influence par la suite.

⁴ Les développements relatifs à ce débat de politique économique autant que juridique sont présentés dans leur ouvrage de référence par L. LOSS et J. SELIGMAN sous l'intitulé « *The battle of the philosophies* » : *op. cit.* p. 171-173. De manière schématisée, les opposants se rattachaient à trois camps. Les premiers étaient favorables à l'instauration d'un dispositif purement répressif destiné à sanctionner les fraudes réalisées à l'occasion d'émission dans le public de *securities* ; d'autres souhaitaient au contraire une intervention maximale des pouvoirs publics permettant l'enregistrement comme la révocation des émetteurs par la mise en place d'un système d'autorisations administratives ; les derniers enfin, dont le plus célèbre était le juge Brandeis, se rattachaient à une position intermédiaire qui finit par prévaloir consistant à adopter des législations reposant sur un système de révélation et de diffusion d'informations relatives à l'investissement proposé au public. Les vues du juge Brandeis ont été exposées dans son ouvrage *Other People's Money* (1st ed. 1914) dont la citation la plus célèbre révèle métaphoriquement l'importance décisive attribuée à l'information : "*Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants ; electric light the most efficient policeman*", p. 62.

⁵ Expression empruntée à T. BONNEAU, « Législation financière et droit communautaire », in *Le Code de commerce 1807-2007 – Livre du Bicentenaire*, Dalloz 2007, p. 707-726.

développement du droit financier afin d'en conduire l'analyse tel qu'il se présente aujourd'hui. S'est en effet opéré un choix que l'on pourrait appeler de système avec la victoire de la *disclosure philosophy* en droit fédéral américain¹. L'ordre juridique s'est alors saisi du constat de l'importance de l'accès à l'information dans le développement de l'économie financière. Par une volonté politique d'intervention en ce sens, la règle de droit est ainsi devenue l'instrument permettant d'assurer les éléments de connaissance nécessaires aux prises de décision en matière financière, en assurant la transmission de l'information pertinente² entre les agents économiques.

5. L'importance de l'information comme enjeu de politique juridique s'impose encore à quiconque prend ne serait-ce qu'un premier contact avec l'étude du droit financier. On y traite de transparence, d'asymétries d'information, de communication, de diffusion et de publications d'informations à destination du marché, de déclarations... Pareille observation ne saurait conduire uniquement à la simple affirmation de l'inféodation du droit aux théories de l'économie financière, en particulier à celle d'efficience des marchés³.
6. Une étude proprement juridique de l'information en droit financier est au contraire nécessaire afin de déterminer s'il existe – et éventuellement de l'explicitier – une cohérence⁴ permettant l'articulation des multiples pans du droit financier dont l'information est à la fois le procédé et l'enjeu. Pour établir cette cohérence recherchée par le dispositif et ainsi en mettre en lumière les insuffisances ponctuelles, le point de départ sera simple. L'information relative aux instruments financiers est exigée et juridiquement déterminée à raison du risque patrimonial que ceux-ci comportent.

Afin de préciser le projet théorique sur lequel repose ce travail, on s'attachera dans cette introduction à en déterminer l'objet (Section I) puis le domaine (Section II), pour enfin présenter les différents choix de méthode opérés pour conduire la recherche (Section III).

¹ Ce rappel des origines d'un tel choix de système n'introduit pas un travail de droit comparé. La comparaison n'y sera pas mise en œuvre de manière systématique et seuls des éléments de droit étranger seront évoqués, en tant que la démonstration l'imposera. En effet, l'étendue de la recherche conduite, ainsi que nous allons le préciser dans la section suivante de cette introduction, ne permet pas une analyse approfondie des règles techniques de la SEC et des différentes législations fédérales relatives aux différents aspects du droit financier français – de source principalement européenne aujourd'hui – que l'on se propose d'étudier.

² La pertinence de l'information a été présentée comme le critère permettant la détermination de l'obligation d'information dans les contrats dans un ouvrage d'ensemble : M. FABRE-MAGNAN, *De l'obligation d'information dans les contrats – Essai d'une théorie*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 1992, n° 169 et s., p. 132, et spéc., n° 170, p. 133, l'auteur exposant que, pour déterminer l'objet de l'obligation d'information, qui en constitue l'élément matériel, celle-ci doit porter sur « *un fait pertinent* », c'est-à-dire un fait *qui se rapporte à l'objet des obligations nées du contrat et utile pour le cocontractant* ; en outre, ce fait ou, plus exactement sa révélation, *ne doit pas être illicite* ». Ces critères ne sont pas également applicables à un dispositif de source essentiellement légale comme l'est celui du droit financier en matière d'informations. La recherche de pertinence est toutefois ce qui guide les instances normatives aux fins de l'adéquation de l'information exigible de certains acteurs pour satisfaire aux besoins de connaissance dégagés par l'ordre juridique : cf. *infra*, n° 427.

³ Cf. *infra*, n° 56.

⁴ On peut en effet souscrire à l'observation selon laquelle la multiplication des règles et obligations de la « communication financière » « a été massive et désordonnée », N. MOLFESSIS dans sa préface à l'ouvrage de P. CLERMONTÉL, *Le droit de la communication financière*, Joly éditions, 2009, p. IX.

Section I : L'information comme objet de recherche

7. L'étude entreprise a pour objet l'information dans ses multiples expressions positives en droit financier. Il faut donc en établir une définition juridique suffisamment compréhensive pour rassembler l'ensemble des qualifications qu'elle est susceptible de recevoir. Il convient alors de préciser les différentes qualifications qui s'appliqueront à l'information dans ce travail (§1), pour en proposer une définition compréhensive en s'attachant à la nature même de l'information comme savoir communicable à autrui destiné ou de nature à satisfaire un besoin de connaissance (§2).

§1. Les qualifications juridiques applicables à l'information

8. Il est difficile d'entreprendre de définir juridiquement l'information. Si la question de l'existence d'un prétendu statut juridique de l'information¹ n'est pas l'objet de ce travail, toute étude juridique de l'information suppose toutefois de partir des qualifications qui lui sont applicables. L'information, en raison de sa nature intellectuelle même, se prête à différentes qualifications juridiques dont il convient d'évoquer l'importance relative dans le cadre de cette recherche. L'information ne saurait être envisagée comme une notion ou un concept juridique² à part entière parce qu'elle est susceptible de recevoir des qualifications juridiques multiples répondant à des régimes différents. Elle ne relève ainsi d'aucune catégorie juridique particulière³ dans laquelle elle aurait vocation à être inscrite pour en faciliter l'analyse. Plus encore, l'information est dépourvue de toute nature juridique intrinsèque comme bien, contrat ou institution⁴. Tel est le constat qui s'impose à qui s'attache

¹ Elise DARAGON, « Étude sur le statut juridique de l'information », *D.* 1998, p. 63 et s. Il apparaît en effet fondamentalement plus juste de raisonner au pluriel tant le mot information peut désigner des savoirs divers aux emplois multiples : P. LECLERC, *Essai sur le statut juridique des informations*, ministère de la Justice, Paris, 1980. Les démarches de construction d'une théorie juridique de l'information apparaissent plus déterminantes aux fins de notre progression. En particulier, Pierre CATALA, « Ébauche d'une théorie juridique de l'information », *D.* 1984, *Chron.* p. 97 ; J.-C. GALLOUX, « Ébauche d'une définition juridique de l'information », *D.* 1994, p. 229.

² Pour des illustrations de la distinction entre notion et concept en droit, P. MALINVAUD, *Introduction à l'étude du droit*, 13^e éd., Litec, 2011, n^o 57, p. 46-47. Sur la distinction entre notions essentielles et notions fonctionnelles, J. ROCHFELD, *Les grandes notions du droit privé*, PUF, 2011, p. 1-5.

³ L'opération intellectuelle de qualification a pour résultat l'inclusion d'un fait, acte, bien ou rapport de droit dans une catégorie juridique. Sur la double signification de la notion de qualification, F. TERRÉ, *Introduction générale au droit*, 8^e éd., Dalloz 2009, n^o 405, p. 336 : « le mot désigne à la fois une opération de l'esprit et le résultat qu'elle permet d'atteindre (qualification d'immeuble, qualification de vente...) ».

⁴ F. TERRÉ, *Introduction générale au droit*, 8^e éd., Dalloz, 2009, n^o 404, p. 334-335 : « la systématisation du droit repose sur l'existence de définitions et de classements souvent liés à ce qu'on appelle la *nature juridique* d'une institution, d'un contrat, d'un bien ».

à l'étude des différentes expressions juridiques de l'information et que vient corroborer le droit financier.

9. Tout d'abord, l'information en droit financier se présente comme un principe général de développement des règles juridiques en la matière dont la formulation se trouve en droit français à l'article L.621-1 du Code monétaire et financier définissant les missions de l'Autorité des marchés financiers. Selon ce texte, le régulateur « *veille (...) à l'information des investisseurs* ».

Quelles sont alors les propriétés normatives d'un tel énoncé? Celui-ci implique une progressivité de l'action du régulateur qui dispose d'un pouvoir réglementaire¹. C'est un travail durable d'élaboration du dispositif relatif à l'information des investisseurs qui s'impose à l'autorité compétente. L'exigence de bonne information des investisseurs ne suppose ainsi pas simplement un contrôle du niveau d'information exigé mais aussi la détermination des procédés normatifs permettant de l'atteindre². La mission attribuée au régulateur se profile ainsi comme un principe de développement de l'ordre juridique en matière financière. La nécessité de veiller à l'information du public conduit en effet à l'élaboration d'un dispositif autogénérateur de ses besoins de spécification constante. De cette place prédominante comme norme érigeant l'information des investisseurs en mission du régulateur ne résulte aucune indication sur les qualifications applicables à l'information et sur les procédés normatifs permettant d'atteindre un tel objectif.

10. C'est alors en second lieu les qualifications du droit patrimonial qu'il convient d'envisager telles qu'elles ont été évoquées en doctrine pour établir une théorie juridique de l'information. Selon CATALA, « *l'information est un bien créé et non pas donné. (...) Les conditions de son appropriation sont liées à celle de sa genèse : la naissance de l'information est génératrice d'un bien. Une fois créé, ce bien peut donner lieu à un commerce juridique complexe : la vie de l'information est génératrice de contrats* »³. Ainsi, en raison de la valeur économique que le savoir dont elle est le véhicule représente⁴, l'information peut être qualifiée de bien qui, comme tel, peut être l'objet de rapports d'obligations. C'est en réalité la qualification de

¹ V. en général sur le pouvoir réglementaire de l'AMF, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica 2010, n° 262-1 et s., p. 362.

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 260, p. 359 : « Le verbe « veiller à » exprime à la fois l'exercice d'une surveillance vigilante, le fait de s'occuper de, de faire en sorte que... Le choix d'une telle généralité a une double portée. D'une part, il légitime l'étendue des pouvoirs accordés à l'Autorité pour mener à bien sa mission : régir, contrôler, sanctionner. D'autre part, il investit l'institution d'une compétence résiduelle, pour toutes les questions qui dépassent les prérogatives des autorités spéciales ».

³ P. CATALA, « Ébauche d'une théorie juridique de l'information », *D.* 1984, chron., p. 99.

⁴ « Si l'on admet que le mouvement se prouve en marchant, on peut aussi bien reconnaître que la valeur marchande de l'information établit sa réalité patrimoniale. (...) Il est hors de doute que le bien-information existe indépendamment du service dont il peut être l'objet, ou, pour être plus précis, qu'il lui préexiste à l'état de valeur latente », P. CATALA, « La "propriété de l'information" », in *Mélanges offerts à Pierre RAYNAUD*, Dalloz Sirey 1985, p. 97. Sur le mouvement opérant la reconnaissance de la valeur sous forme de biens conduisant à l'exercice de droits, J.-M. MOUSSERON, « Valeurs, biens, droits », in *Mélanges en hommage à André BRETON et Fernand DERRIDA*, Dalloz 1991, p. 277-283.

l'information comme bien qui paraît la plus problématique, mais aussi la moins pertinente aux fins de l'étude de l'information en droit financier. L'application de la qualification de bien à l'information n'est en effet pas évidente au strict plan de la théorie du droit des biens et, en tout état de cause comme on le verra, inappropriée aux fins de l'analyse de l'information mise à la disposition du public. Il est donc préférable d'aborder en premier lieu l'information comme objet d'obligations, qualification qu'elle reçoit principalement compte tenu du domaine couvert par ce travail, avant d'exclure la qualification de bien.

11. Le droit financier impose à l'ensemble de ses acteurs – émetteurs, prestataires de services d'investissement, investisseurs – de transmettre au marché les informations dont ils disposent. Ces informations ont pour destinataires principaux, mais non exclusifs¹, les investisseurs. L'information peut par ailleurs être exigée dans le cadre d'un rapport bilatéral entre ces intermédiaires financiers que sont les prestataires de services d'investissement et les investisseurs, saisis alors en qualité de clients ou clients potentiels en vue de la formation d'un contrat de services d'investissement.
12. Il s'agit bien dans toutes ces hypothèses d'obligations d'information², dans le sens le plus général de l'expression. En effet, comme notion, il est désormais admis en doctrine que l'obligation d'information permet de désigner des prestations ayant pour objet la communication d'un savoir avec une intensité variable. On distingue classiquement les obligations de renseignement, de celles de mise en garde et de conseil, toutes susceptibles d'être reconduites à la figure plus générale de l'obligation d'information en ce que leurs différences relèvent davantage de l'intensité de la contrainte qui pèse sur le débiteur que de la nature de l'obligation³. À ce titre, la qualification d'obligation d'information constitue la formulation la plus compréhensive permettant de désigner les obligations qui portent sur la transmission d'un savoir à un ou plusieurs créanciers, dont l'intensité et l'étendue peuvent varier sans en altérer la substance. Initialement découverte et systématisée sous la

¹ Les déclarations de franchissement de seuils sont adressées aux émetteurs et se prêtent ainsi à une analyse comme premier moyen de défense contre une prise de contrôle par de nouveaux actionnaires : cf. *infra*, n° 637.

² Sur la distinction entre obligation et devoir d'information, M. FABRE-MAGNAN, *op. cit.*, n° 4 et s., p. 4 et spéc., n° 6, p. 6 : « Si nous avons choisi le terme d'obligation dans l'intitulé de notre sujet, c'est uniquement parce que ce terme nous paraît plus précis, et surtout plus juridique que celui de devoir. En effet, il nous semble que la notion de devoir n'indique pas en elle-même la source de ce devoir qui peut donc être quelconque. En outre, ce terme n'est pas principalement juridique : le devoir n'est pas toujours constitutif d'un lien de droit entre deux ou plusieurs personnes, mais peut-être l'expression d'une simple manifestation de conscience ».

³ M. FABRE-MAGNAN, *op. cit.*, n° 466, p. 381 : « La distinction entre les divers degrés de l'obligation d'information n'est pas fondamentale, en ce sens qu'elle ne peut constituer une *summa divisio* en matière d'obligations d'informations. En effet, il n'est pas possible de classer de façon systématique les obligations de renseignement, de mise en garde ou de conseil selon les différents contrats, la qualité des parties ou encore l'objet du contrat. Il est en outre hasardeux de dire que toute obligation d'information qui ne porte ni sur un renseignement ni sur une mise en garde constituerait une obligation de conseil. Cependant, la distinction correspond souvent à une réelle différence pour le débiteur ».

qualification d'obligation de renseignements¹, il est aujourd'hui admis par tous que l'information désigne des réalités multiples pouvant aller de la simple délivrance d'un fait brut jusqu'au conseil, en passant par la mise en garde contre le danger inhérent à une chose ou à un acte juridique en particulier. À ce titre, toutes ces variétés de l'obligation se rencontrent en droit financier. Alors que l'obligation de renseignement comme délivrance d'un fait brut au public se taille la part du lion pour rendre compte des obligations qui pèsent sur les émetteurs d'instruments financiers, on retrouve la déclinaison de l'obligation d'information dans l'ensemble de ses degrés lorsque l'on s'attache à l'étude des règles de conduite qui pèsent sur les prestataires de services d'investissement².

13. Au-delà de l'articulation des différentes obligations d'information au sein des règles de conduite applicables aux relations entre les prestataires de services d'investissement et leurs clients, c'est aussi l'exhaustivité du classement jusqu'ici opéré en doctrine qui sera questionnée dans ce travail. L'étude de l'information élaborée par les agences de notation et les analystes financiers conduira à envisager une autre catégorie d'information susceptible de faire l'objet d'une prestation : celle d'opinion³. En outre, et de façon plus générale, qu'elles intègrent le contenu d'un rapport contractuel comme c'est le cas dans le cadre des relations entre les prestataires de services et leur client ou qu'elles soient imposées aux émetteurs du fait de leur présence sur les marchés réglementés, les obligations d'information en droit financier ont aujourd'hui une source principalement légale⁴. Cela conduit à simplifier l'analyse en supprimant la délicate question de la détermination de l'obligation d'information dans les contrats, bien que les travaux doctrinaux sur la question soient de nature à résoudre certaines difficultés dans l'interprétation des règles légales⁵. L'application à bon nombre des règles étudiées dans ce travail de la qualification d'obligation d'information n'est ainsi pas douteuse bien qu'à l'étude, elles révèlent certaines spécificités qui seront signalées.
14. Il n'en va pas de même de la qualification de l'information comme bien. Depuis un article célèbre⁶, la doctrine s'interroge sur la transformation des patrimoines et le passage d'une

¹ M. de JUGLART, « L'obligation de renseignements dans les contrats », *RTD civ.* 1945, p. 1-22 ; C. LUCAS DE LEYSSAC, « L'obligation de renseignements dans les contrats », in *L'information en droit privé – Travaux de la conférence d'agrégation*, dir. Y. LOUSSOUARN et P. LAGARDE, L.G.D.J., 1978, p. 305-341.

² La prestation de conseil constitue d'ailleurs tant un service d'investissement, s'agissant du conseil en investissement, qu'une activité spécifique permettant de définir des prestataires particuliers que sont les conseillers en investissement financier. Le conseil en investissement, visé à l'article L.321-1, 5° COMOFI est défini à son article D.321-1, 5° comme « le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande, soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le conseil concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers ». Les conseillers en investissement sont définis à partir des activités qu'ils exercent à titre de profession habituelle à l'article L.541-1, I du même code.

³ Cf. *infra*, n° 935 et s.

⁴ Sur la substitution des règles de conduite des prestataires de services d'investissement à l'obligation prétorienne de mise en garde, cf. *infra*, n° 331 et s.

⁵ Pour une réflexion d'ensemble sur la détermination de l'obligation d'information dans les contrats, la première partie de l'ouvrage de M. FABRE-MAGNAN, *De l'obligation d'information dans les contrats – Essai d'une théorie*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 1992, n° 28 et s., p. 19.

⁶ P. CATALA, « La transformation du patrimoine dans le droit civil moderne », *RTD civ.* 1966, p. 185-215.

richesse matérielle à une richesse immatérielle. Au-delà de la médiation qu’instaure le recours à l’obligation comme prestation patrimoniale de la part d’un débiteur, il a été suggéré en doctrine d’envisager l’information comme un bien en raison de sa valeur intrinsèque, du fait de ses possibilités d’exploitation en vue de former des décisions éclairées par la personne à qui elle est transmise¹. L’information serait ainsi une chose appropriable et susceptible d’une valorisation à l’occasion de sa transmission à autrui. Objet d’un droit de propriété, elle serait donc un bien pouvant faire l’objet d’une aliénation à titre gratuit ou onéreux par sa communication à des tiers. Une telle analyse constitue l’aboutissement en droit positif, la forme pure pourrait-on dire, de la théorie des biens immatériels. En tant que bien, l’information se présente comme l’expression emblématique de la reconnaissance d’une valeur immatérielle par le droit. C’est ainsi le droit des biens qui offre le cadre de réflexion le plus novateur au plan des concepts, dans l’appréhension juridique de l’information.

15. Or, l’information a, sur les marchés financiers, une indiscutable valeur économique et se profile comme une ressource collective. Ce constat d’évidence rend-il nécessaire la qualification de l’information du public comme bien, même collectif, en droit financier ? Cela suppose de résoudre une question préalable dont la réponse est délicate, consistant à déterminer si une information seule est susceptible d’appropriation. Une réponse affirmative a été postulée par une doctrine éminente². Dans un article écrit il y a plus de vingt-cinq ans, un auteur s’insurgeait contre la tentation d’une partie de la doctrine consistant à voir une nouveauté dans la reconnaissance de l’information comme un bien : « *Il n’y a pas de propriété intellectuelle sans reconnaissance du bien information* »³. Cette affirmation synthétise le constat que « *toutes les propriétés intellectuelles que connaît notre droit reposent sur la reconnaissance du bien-information, qu’il s’agisse de brevets, de marques, de dessins ou modèles, d’obtentions végétales ou de droits d’auteur* »⁴. Concluant son article, cet auteur procédait à une invitation de la doctrine en énonçant que « *le « bien informationnel » est une réalité, sa théorie générale reste (peut-être) à faire, mais ce n’est pas une chose nouvelle* »⁵.
16. Force est toutefois de reconnaître qu’en dehors du domaine de la propriété intellectuelle, les œuvres de l’esprit étant alors appréhendées comme des informations, l’analyse de l’information comme bien suscite toujours de nombreuses interrogations en doctrine⁶. On s’en

¹ Pour un récent état de la question, J. ROCHFELD, *Les grandes notions du droit privé*, PUF, 2011, p. 272-274.

² P. CATALA, « Ébauche d’une théorie juridique de l’information », *D.* 1984, chron., p. 97 : « Posons en premier postulat que l’information est un bien susceptible d’appropriation. Sa vocation naturelle est de posséder, sauf exception, une valeur patrimoniale ». Égal. X. LINANT DE BELLEFONDS, « L’information en tant qu’objet de droit en France », *RIDC* 1991, n° spéc., vol. 13, *Journées de la société de législation comparée*, p. 43-61.

³ M. VIVANT, « A propos des « biens informationnels », *JCP* 1984, I, 3132.

⁴ *Ibid.*

⁵ *Ibid.*

⁶ J. PASSA, « La propriété de l’information : un malentendu ? », *Dr. & Patr.*, mars 2001, p. 72, concluant sa démonstration en ces termes : « l’idée d’une protection directe de l’information elle-même bute

tiendra à l'évocation des divergences d'interprétation auxquelles ont pu donner lieu les arrêts de la chambre criminelle de la Cour de cassation ayant appliqué la qualification de vol à des espèces dans lesquelles l'unique valeur du support soustrait frauduleusement provenait de son contenu¹. Fallait-il conclure à une application traditionnelle de la qualification délictuelle du fait de la présence d'un support matériel ou reconnaître une protection directe de l'information elle-même, seul véritable objet de la prévention en l'espèce, celle-ci étant par contrecoup assimilée à un bien appropriable² ?

17. La question du caractère appropriable de l'information³ est fort délicate et il ne rentre pas dans ce travail d'y apporter une réponse mais, en la supposant résolue par l'affirmative, est-elle de nature à rendre compte du régime de l'information destinée au public en droit financier ?

Il n'y a là à notre sens qu'une complication inutile. Qualifier une telle information de bien paraît toutefois hasardeux. L'objectif poursuivi par les instances normatives, par le biais des règles imposant aux émetteurs et aux investisseurs une transparence à l'égard du marché, tend précisément à supprimer tout monopole d'exploitation sur les informations qui les concernent. Il n'y a pas d'amputation des prérogatives du propriétaire sur un bien, compte tenu du droit d'accès à cette information par des tiers. Il ne s'agit pas de ce nouvel équilibre du droit de propriété mis en lumière par un auteur, consistant à reconnaître une propriété limitée sur l'information de manière à assurer l'accès des tiers à ladite information⁴. Au contraire,

irréremédiablement sur les conséquences excessives qui en découleraient » ; N. MALLET-POUJOL, « Appropriation de l'information : l'éternelle chimère », *D.* 1997, p. 330.

¹ V. P. CONTE, *Droit pénal spécial*, 3^e éd., Litec 2007, n° 527, p. 306 et les références citées.

² M.-P. LUCAS DE LEYSSAC, « Une information seule est-elle susceptible de vol ou d'une autre atteinte juridique aux biens ? », *D.* 1985, chron., p. 43. Dans un arrêt récent, la chambre criminelle a admis la qualification de vol de fichiers informatiques sur Syquest en se fondant sur les constatations des juges du fond. Ceux-ci avaient toutefois précisé dans leur motivation que les instructions données par l'auteur de l'infraction à son complice portait sur la copie sur des supports matériels des données et fichiers informatiques appartenant à la société victime : Crim. 4 mars 2008, pourvoi n° 07-84002 : J. HUET, « Vol de fichiers informatiques », *Comm. com. élect.* 2008, ét. 25 ; *Dr. pén.* 2008, chron. 10, n° 22 et s., obs. A. LEPAGE ; *D.* 2008, p. 2213, note S. DETRAZ ; *RSC* 2009, p. 124, obs. J. FRANCILLON. Cet arrêt, non publié au bulletin, ne renouvelle ainsi pas fondamentalement les incertitudes relatives à la position de la chambre criminelle en la matière. La soustraction reste caractérisée par référence à la présence d'un support matériel, quoique la qualification soit utilisée compte tenu de la valeur que représentent les informations qu'il contient. Si l'objet de la prévention est bien constitué par l'information en tant que telle, la consommation du vol n'est pas encore totalement extraite de toute prise en compte de leur matérialisation sur un support.

³ Au sens de l'article 520 de la proposition de réforme du Livre II du Code civil relatif aux biens élaboré par l'Association Henri Capitant des amis de la culture juridique française, sous la direction du professeur Hugues PERINET-MARQUET, « Sont des biens (...) les choses corporelles ou incorporelles faisant l'objet d'une appropriation, ainsi que les droits réels et personnels tels que définis aux articles 522 et 523 ». C'est ainsi à partir de son aptitude à se prêter à l'exercice du droit de propriété qu'une chose est reconnue comme bien. C'est donc la propriété « qu'il faut envisager en premier et que l'on ne perdra jamais de vue, parce qu'elle est le pilier porteur de la notion même de biens », R. LIBCHABER, « La recodification du droit des biens », in *Le Code civil 1804-2004 – Livre du Bicentenaire*, Dalloz Litec, 2004, n° 6, p. 303.

⁴ M.-A. FRISON-ROCHE, « Le droit d'accès à l'information ou le nouvel équilibre de la propriété », in *Le droit privé français – Études offertes à Pierre CATALA*, Litec, 2001, p. 763 : « Or, l'accès des tiers au bien est la dénégation pure et simple du droit du propriétaire de se clore ; le nouveau droit subjectif des tiers contredit terme à terme l'ancien droit subjectif du propriétaire. Ce n'est donc pas une évolution du droit de propriété mais son

l'information exigée sur les marchés financiers tend plus à la transparence qu'à l'information, « deux notions distinctes puisque celui qui est soumis à l'obligation d'informer doit répondre à la sollicitation du tiers dans ce sens tandis que la transparence le contraint à apporter l'information »¹. La remarque est de poids et doit conduire à conclure au caractère fondamentalement inappropriable de l'information exigée des acteurs du droit financier à l'égard du marché. Plus qu'un droit d'accès, c'est une liberté d'accès des investisseurs et acteurs de marché à l'information qui est recherchée par le dispositif, exclusive de toute prérogative d'exploitation de la part du débiteur de l'information. Les obligations permanentes et périodiques d'informations destinées au marché qui s'appliquent aux émetteurs cotés ne postulent à aucun moment que ceux-ci disposent d'une quelconque prérogative assimilable au droit d'un propriétaire sur son bien à l'égard des informations qu'il leur faut publier au titre de leurs obligations. Il ne s'agit pas d'un droit de propriété limité par un droit de tiers à l'accès à cette information mais au contraire de postuler leur transparence à l'égard du public compte tenu de la négociation de leurs titres sur les marchés réglementés. L'accès au marché supprime toute possibilité de limitation d'accès du public à l'information *a priori*. Le raisonnement s'inverse ainsi par rapport à l'idée d'un nouvel équilibre du droit de propriété sur l'information limité par un quelconque droit d'accès des tiers. Si l'on doit appliquer à l'information communiquée au public la qualification de bien, c'est celle de bien public² qui s'oppose à toute exclusivité et révèle donc davantage l'effet attendu du dispositif que la nature juridique de l'information comme chose appropriable.

18. La qualification de l'information comme bien est ainsi impropre à éclairer les conditions d'exploitation d'une information par les acteurs de marché³. Les exigences d'information du public synthétisées par référence à l'exigence de transparence se profilent simplement comme une condition d'accès au statut d'émetteur coté. C'est le cadre de marché qui fonde la transparence sur la base d'un droit d'accès collectif du public à l'information sans qu'il faille y voir ni un droit de propriété collectif pour les investisseurs – qui n'aurait aucun sens – ni

bouleversement, puisque le droit de propriété tel que posé par le Code civil repose entièrement sur l'idée d'exclusivité. L'articulation du droit sur l'information et du droit de l'autre à l'information est nécessairement révolutionnaire ».

¹ *Idem*, p. 768.

² On pense par exemple à la qualification de bien public, avec laquelle « on insiste en effet sur deux exigences : que le bien serve à l'utilité publique ; que tous les membres de la collectivité puissent y avoir accès, de façon indifférenciée en vue de leur consommation », J. ROCHFELD, *Les grandes notions du droit privé*, PUF, 2011, p. 269. Le bien public, dont l'information présenterait les caractéristiques, se définirait ainsi comme « non rival », « au sens où la jouissance que l'un en a ne fait pas obstacle à celle des autres, ni ne la diminue (détenir une information, par exemple, n'exclut pas la connaissance de celle-ci par un précédent détenteur ; l'information est d'ailleurs l'exemple par excellence du bien public au sens économique) », *ibid*.

³ Seul tempérament, qui a précisément valeur d'exception, les émetteurs peuvent, au sens de l'article 223-2, II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, différer la publication d'une information non publique pour sauvegarder leur intérêt, mais toujours sous la réserve de ne pas porter atteinte à l'information du public. Si les droits des tiers prévalent de manière systématique, c'est bien qu'aucun droit subjectif ne peut être attribué au débiteur de l'information, à plus forte raison compte tenu du caractère absolu du droit de propriété. Sur l'obligation de diffuser les informations privilégiées qui pèsent sur les émetteurs, cf. *infra*, n° 437 et s.

l'amputation d'un quelconque droit de propriété des émetteurs sur l'information qui les concerne.

19. On se tourne alors vers le droit répressif, dans lequel l'information privilégiée pourrait être envisagée comme une chose appropriable, sur le modèle de la *misappropriation theory* développée dans la jurisprudence américaine. Le fondement du délit d'initié s'apparenterait ainsi à celui du vol d'une information appartenant à la société qu'elle concerne. Comme on le verra, une telle analyse n'a reçu aucun écho dans la jurisprudence française¹. En matière répressive, les qualifications applicables à l'information ne proviennent donc pas du droit des biens mais de la théorie de l'infraction. L'information intègre d'une double manière la définition des délits financiers et des manquements administratifs d'abus de marché. Elle peut en effet en constituer l'élément matériel, comme c'est le cas en relation aux délits et manquements de diffusion d'information fautive ou trompeuse et de communication d'information privilégiée, ou la condition préalable², dans les opérations d'initié. Le domaine répressif conduit également à envisager, à un niveau de généralité supérieur, l'information du public comme le bien juridique que les diverses infractions pénales et administratives ont vocation à protéger.
20. L'information est donc présente en droit financier comme objectif, au titre des missions du régulateur, mais aussi comme objet d'obligations et comme élément constitutif et bien juridique protégé par l'infraction pénale. Compte tenu de l'hétérogénéité des qualifications envisageables, le traitement juridique que reçoit l'information en droit financier ne saurait ainsi être ordonné à partir de l'une d'entre elles.

¹ Sur l'application de recel au produit du délit d'initié, et non à l'information privilégiée elle-même, cf. *infra* n° 752.

² Le recours à la notion de condition préalable comme instrument d'analyse du champ d'application des infractions n'est pas unanimement admis et suppose qu'on en précise le contenu. Son utilisation a été systématisée par R. VOUIIN dans son *Droit pénal spécial*, t. 1, 1^{er} éd., Dalloz, 1953 dans lequel il donne la définition suivante : « la définition du domaine dans lequel l'infraction se peut commettre », n° 2. La systématisation a été reprise par le successeur de l'auteur, Madame le professeur Michèle-Laure RASSAT, dans les éditions successives du Précis : *Droit pénal spécial – Les infractions des et contre les particuliers*, 6^e éd., Dalloz 2011, n° 26, p. 25-27. Selon la définition proposée dans une étude d'ensemble, « la condition préalable est une notion pénale qui désigne une situation de droit ou de fait constitutive de l'incrimination et distincte de l'infraction, et qui représente le bien juridique pénalement protégé », B. THELLIER de PONCHEVILLE, *La condition préalable de l'infraction*, Thèse Lyon 3, 2006, n° 20, p. 14. L'auteur rappelle que la notion ne figure jusqu'à aujourd'hui que dans un seul arrêt de la chambre criminelle du 30 mars 1971, pourvoi n° 70-CS143 : *Bull. crim.* n° 114 ; *Gaz. Pal.* 1971, 2, p. 406, cité note 21 p. 5. Pour accueillir le pourvoi d'un prévenu condamné pour le délit de participation au maintien ou à la reconstitution d'un groupement dissous, la chambre criminelle avait énoncé, à l'encontre d'un arrêt rendu par la Cour de sûreté de l'État, que « la légalité du décret de dissolution n'est pas un élément constitutif de l'infraction à la loi [du 10 juillet 1936] mais une condition préalable à l'existence de l'infraction, laquelle consiste exclusivement dans le maintien ou la reconstitution du groupement dissous ». Appliquée aux délit et manquement d'initié, cette distinction entre incrimination et infraction implique que la connaissance d'une information privilégiée par l'initié n'intègre pas la matérialité constitutive de l'infraction mais en détermine le caractère répréhensible. Le déséquilibre informationnel n'est pas objet de sanction en soi mais à raison de l'avantage qu'il est susceptible de procurer en termes d'anticipation pour celui qui en bénéficie.

21. L'impossibilité d'en établir et d'en préciser le statut juridique dans le cadre de cette étude conduit alors à l'appréhender juridiquement comme simple élément ou enjeu de la norme du droit financier. En effet, si l'on entend par « norme » « *la signification d'un acte par lequel une conduite est ou prescrite ou permise et en particulier habilitée* »¹, ce n'est que comme objet d'obligation que l'information apparaît comme véritablement normative. La conduite du destinataire de la norme implique qu'il doive se comporter selon une règle lui prescrivant la communication ou l'obtention de certaines données². La sanction de l'inexécution partielle ou totale de l'obligation trouve son origine exclusive dans l'appréciation faite par l'ordre juridique de la mauvaise transmission de connaissances du débiteur au créancier ou, plus exceptionnellement, du créancier au débiteur³. Cette dernière précision indique que l'information est un objet d'obligation en droit financier d'une manière active comme passive. Il est exigé du débiteur qu'il transmette une information à son créancier mais aussi, parfois, qu'il en obtienne une de ce dernier⁴. Dans une perspective transversale, l'information doit alors être appréhendée juridiquement en ce que « *comprendre quelque chose juridiquement, c'est évidemment, ce ne peut être que le comprendre comme droit, autrement dit : comme norme juridique, ou contenu d'une norme juridique, comme déterminé par une norme juridique* »⁵. Traduction globale de la démarche d'analyse positive des différents éléments d'une règle juridique, cette analyse de KELSEN nous laisse cependant sans possibilité de préciser davantage au plan de la théorie pure ce que pourrait être l'information *a priori*. Cette dernière apparaît en effet en droit financier tour à tour comme objet d'une norme juridique entendue comme règle de comportement et comme simple condition d'application ou finalité d'une telle règle.
22. L'intérêt de ce travail réside ainsi en ce que l'information y sera abordée dans ses expressions positives les plus diverses comme un élément ou un enjeu de la norme, compte tenu des multiples qualifications juridiques qui peuvent lui être appliquées. Son étude doit donc être menée en considération de sa nature non plus juridique mais intellectuelle.

¹ H. KELSEN, *Théorie Pure du Droit*, Genève 1934, Berkeley 1960, L.G.D.J., 1999, p. 13.

² Il en va différemment lorsque l'on envisage l'information privilégiée comme condition préalable du délit ou du manquement d'initié. Celle-ci devient alors une condition d'application de la norme pénale, dont le contenu ne réside alors que dans l'obligation d'abstention de toute opération sur des instruments financiers concernés par l'information privilégiée. C'est la conduite contraire à une telle obligation qui fonde l'intervention de la sanction et non la pure détention d'une information non encore connue du public.

³ Il s'agit alors de l'obligation qui pèse sur le débiteur d'obtenir des informations de son créancier afin de pouvoir mieux l'informer, que les auteurs désignent comme l'obligation de s'informer pour informer : M. FABRE-MAGNAN, *op. cit.*, n° 247, p. 192. Une illustration caractéristique d'une telle obligation en droit financier est donnée par le test d'adéquation mis à la charge du prestataire de services d'investissement auprès de ses clients, sur lequel cf. *infra*, n° 362 et s.

⁴ Cette observation renvoie à la distinction faite en droit positif entre les obligations d'informer et de s'informer qui pèsent sur les prestataires de services d'investissement auprès de leurs clients ou clients potentiels. Sur l'échange d'information dans le dispositif applicable aux relations entre les prestataires de services d'investissement et leurs clients, cf. *infra*, n° 360 et s.

⁵ H. KELSEN, *op. cit.*, p. 77.

C'est ainsi comme mode d'expression et de transmission des connaissances relativement à son objet qu'il convient de conduire l'étude de l'information en droit financier.

§2. L'information comme savoir communicable à autrui

23. Il convient donc de partir, davantage que d'un concept juridique insuffisant à rendre compte de ses différentes expressions en droit positif, de *l'idée d'information* pour ordonner ses diverses expressions en droit positif. L'information se présente alors comme le produit d'une action permettant de formaliser ce qui ne l'est pas encore. L'information se profilerait ainsi davantage comme une forme que comme la fusion de cette forme avec son contenu. De manière plus générale, l'usage courant¹ donne à l'information essentiellement trois significations. L'information est un savoir, la forme transformant un tel savoir en message et la communication de ce message à autrui. Le droit ne peut toutefois se saisir de l'information que comme contenant². Toute règle juridique qui contient l'information au titre de l'un de ses éléments constitutifs implique que celle-ci est envisagée comme « *ce qui peut être transmis par un signal ou une combinaison de signaux (message), selon un code commun* »³.

L'information sera ainsi entendue comme un savoir communicable à autrui. Véhicule du savoir, l'information doit alors être envisagée à partir de son effet sur le niveau de connaissance de ses détenteurs ou destinataires. Le traitement juridique de l'information révèle l'identification de besoins de connaissance par l'ordre juridique (A). L'information ne se ramène toutefois nullement à la connaissance, dont elle n'est que l'instrument (B).

A. Le traitement juridique de l'information, expression d'identification de besoins de connaissance par l'ordre juridique

24. Rétive à toute inclusion dans une catégorie juridique unique, l'information doit être étudiée en considération de sa nature non plus juridique mais intellectuelle. Elle est saisie par le droit, à l'instar de toute autre discipline, comme un savoir communicable susceptible de satisfaire un besoin de connaissance d'un ou plusieurs destinataires potentiels⁴. Il convient donc de

¹ Sera ici laissé de côté le sens juridique procédural de l'instruction, sans lien avec ce travail.

² Cela ne saurait toutefois se confondre avec l'exigence d'une forme déterminée. L'information suppose toutefois intrinsèquement son aptitude à être communiquée à autrui, *sous une forme quelconque*, pour que le droit s'en saisisse.

³ V° « information », *Le Robert de poche 2009*.

⁴ P. CATALA, « Ebauche d'une théorie juridique de l'information », *D.* 1984 Chron., p. 98 : « Ainsi, dans sa plus grande généralité sémantique, l'information est un message quelconque. Son auteur est celui qui rend communicable le fait qu'il a perçu ou l'idée qu'il a conçue. En son premier état, l'information comporte un sujet de droit, son auteur, et un objet de droit, son contenu intelligible. Cependant, s'il est de l'essence de

distinguer et d'analyser selon quels procédés est opéré le traitement juridique de l'information, à partir de sa nature intellectuelle de savoir communicable sous une forme¹ intelligible qui en permette l'exploitation aux fins de déterminer le sens d'une action. C'est en somme l'identification des besoins de connaissance par l'ordre juridique qui doit permettre d'organiser la présentation et l'analyse du droit positif compte tenu de la nature intellectuelle de l'information.

25. En ce qu'elle traduit une exigence de connaissance, elle est jugée nécessaire à la réalisation des principes du droit financier² dont les évolutions et la mise en relation ne peuvent être évalués qu'à l'aune d'une étude menée à partir des besoins de connaissance identifiés par le droit. Il a en effet été remarqué qu' « *une autre caractéristique de la société moderne, relativement à l'information réside dans le fait que le savoir représente de plus en plus d'une part l'aspiration dont le pouvoir politique doit permettre la satisfaction, d'autre part l'objet d'une diffusion à grande échelle* »³. Le besoin d'information sur les marchés financiers répond de manière exacte à cette observation comme objectif du pouvoir politique, dont les instances normatives assurent la promotion, par le biais de mécanismes de transmission toujours plus élaborés⁴, à destination d'un public toujours plus large. En s'appuyant sur la formulation de l'auteur précitée, plus qu'une « aspiration » au savoir, l'information traduit, de manière plus immédiate, l'expression d'un besoin de transfert de connaissances entre différents sujets⁵.

l'information d'être communicable, il est dans sa nature d'être communiquée. Cette fonction met en scène un autre sujet de droit : le destinataire du message, individu isolé ou multitude, sujet passif ou interactif mais en tout cas partenaire de la communication. Pour donner une image exacte de l'information, il faut aussi prendre en compte sa destination, et pas seulement sa genèse. Elle apparaît alors comme une relation juridique de transfert entre celui qui émet le message et celui qui le reçoit ». En réalité, il faut souscrire à une telle présentation en gardant présent à l'esprit que les caractéristiques dépeintes dans le passage précité ne définissent pas tant une relation juridique que les conséquences de la nature intellectuelle de l'information comme savoir communicable sur sa discipline juridique. C'est l'appréhension par le droit de ce transfert de connaissances que constitue la communication d'une information qui permet d'y voir une relation proprement juridique à même d'engendrer des conséquences en termes de responsabilité de l'auteur de l'information à l'égard du destinataire. Ce sont en somme les caractéristiques intellectuelles de l'information qui confèrent à sa transmission une dimension intrinsèquement relationnelle, avant même toute détermination du traitement juridique dont elle est susceptible de faire l'objet.

¹ Etymologiquement, « le latin *informatio* signifiait « conception, explication (d'un mot) », « dessin, esquisse », *Dictionnaire historique de la langue française – Le Robert*, dir. A. REY. La notion latine renvoie donc à l'idée de restitution formelle soit d'une idée, soit d'un objet.

² Sur l'acception de la notion de principe en droit financier, cf. *infra*, n° 53.

³ A. LEPAGE, *Recherche sur la connaissance du fait en droit*, Thèse Paris XI, 1998, n° 3 p. 11.

⁴ Les règles de l'information en droit financier ont ainsi été largement modifiées et enrichies dans leurs procédés de réalisation avec les possibilités ouvertes aux émetteurs d'établir les publications périodiques qui s'imposent à eux sur leurs sites internet. Ce n'est toutefois pas sur ce versant technique que sera conduite l'étude des règles dans ce travail.

⁵ Après avoir évoqué les deux significations du verbe informer que sont « donner forme, structure, signification, d'une part ; mettre au courant, faire part, instruire, d'autres part », un auteur observe à juste titre que « [s]ans doute n'y a-t-il là que les deux étapes d'une unique fonction, le transfert de connaissances », P. CATALA, « Ébauche d'une théorie juridique de l'information », *D.* 1984, Chron., p. 98.

26. L'information est saisie par le droit afin d'établir une discipline de la connaissance de ces biens et contrats spécifiques que sont les instruments financiers. La précédente édition du traité de droit des marchés financiers des professeurs Thierry BONNEAU et France DRUMMOND s'ouvrait par ce constat de la place de la connaissance comme enjeu des marchés financiers : « *La bourse n'est pas sans danger pour l'investisseur, d'autant que la connaissance factuelle des demandeurs de capitaux – type d'activité, rentabilité, etc. – est aussi importante que celle des mécanismes économiques qui la fonde et du cadre juridique au sein duquel elle se meut* »¹. Un pont est ainsi fait entre le souci d'apporter une certaine sécurité à des agents économiques particuliers – les investisseurs – et les besoins de connaissances liés aux activités et au cadre juridique des marchés financiers. Envisagée tant dans son contenu que sa forme ou ses modalités de transmission, l'information en droit financier exprime un impératif plus global de connaissance, qui transcende les catégories juridiques.

L'information est toutefois distincte de la connaissance dont elle ne constitue que l'instrument.

B. L'information, instrument de la connaissance

27. S'agissant de deux concepts distincts, information et connaissance ne sont pas assimilables comme objet d'étude. Le problème du traitement de l'information par l'ordre juridique impose ainsi de déterminer les liens qu'il entretient avec celui de la connaissance². À cet égard, l'information, qu'elle soit envisagée comme une donnée communicable à autrui ou comme la pure activité de communication de ce savoir, doit être distinguée de la connaissance susceptible d'en résulter au profit du destinataire. « *La connaissance acquise est le résultat du processus qu'est l'information* », ainsi que l'observe le professeur LEPAGE, qui poursuit en énonçant que « *l'information est l'objet de la connaissance* »³, ce à partir de quoi elle s'acquiert, précisera-t-on. Il en résulte que l'analyse du traitement juridique de l'information est nécessairement plus abstraite que celle de l'appréhension du pur besoin de connaissance par le droit. La connaissance, comme résultat de la règle relative à une information donnée, suppose d'avoir égard aux effets de la règle elle-même. En revanche, l'étude du seul traitement juridique de l'information, ainsi qu'elle sera conduite dans ce travail, n'implique pas d'évaluation nécessaire de l'aptitude de la règle à satisfaire concrètement le besoin de connaissance auquel elle répond. En effet, il faut souscrire à l'observation selon laquelle s'opère « *un détachement de l'information par rapport à l'état d'esprit, alors que la notion de*

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des Marchés financiers*, 2^{ème} éd. Economica, 2005, p. 9, n° 1.

² A. LEPAGE, *Recherche sur la connaissance du fait en droit*, Thèse Paris XI, 1998.

³ A. LEPAGE, *op. cit.*, n° 4, p. 13.

connaissance met plus nettement l'accent sur la psychologie d'une ou plusieurs personnes »¹. La connaissance implique nécessairement de concentrer son attention sur le destinataire de l'information promue par la règle de droit, envisagé dans son for intérieur, à travers le lien psychologique qui l'unit à la réalité qui l'entourne².

28. Au contraire, il nous semble que l'étude juridique de l'information peut en effet être menée indépendamment de son aptitude à accroître en pratique la connaissance des destinataires³. Il apparaît en effet possible d'envisager de manière abstraite la question de l'information comme message, et ainsi comme savoir à transmettre dans un cadre établi par la règle de droit, peu important la qualification à lui donner. Par exemple, si l'information envisagée comme objet d'obligations présuppose, pour vérifier les conditions de leur exécution, des possibilités de vérification de la transmission du savoir au créancier⁴, son étude nous semble pouvoir être menée dans une perspective qui ne soit pas purement psychologique. Le droit financier est en effet construit autour d'une profusion d'obligations d'information qui pèsent sur ses différents intervenants. Si de telles obligations servent la connaissance des agents qui apparaissent comme « créanciers d'information », l'adoption d'une analyse purement psychologique du traitement de l'information comme vecteur de connaissance n'apportera que peu de choses aux analyses juridiques classiques centrées sur la réalité et l'intégrité du consentement ou sur celles plus spécifiques à l'obligation d'information, analysée d'après ses éléments constitutifs⁵. En outre, sauf à illustrer les travaux déjà cités sur la connaissance du fait en droit envisagée en elle-même, l'apport théorique d'une telle analyse psychologique n'apparaît pas fondamentalement original.

¹ A. LEPAGE, *op. cit.*, n° 4, p. 13.

² Madame LEPAGE évoque ainsi comme thème extérieur à l'étude de l'information la prise en compte de « l'appréhension par le droit de la situation du sujet connaissant », *op. cit.*, n° 4, p. 13.

³ Madame LEPAGE précise sa démarche en énonçant que « seule la connaissance, en tant que phénomène de nature psychologique, mais derrière lequel se profile l'information entendue dans le même ordre, a vocation à retenir ici l'attention », *op. cit.*, n° 4, p. 14. En dépit de cette distinction fondamentale, qui conduit l'auteur à ne pas traiter de l'information en tant que telle, il nous faut souligner une importante différence de perspective. Madame LEPAGE limite la question du traitement juridique de l'information à la réflexion fondamentale relative à la détermination du statut juridique de l'information, entendue comme l'étude et la discipline de sa dimension patrimoniale. Dans une telle perspective, il semblerait que l'information ne puisse être juridiquement étudiée qu'en considération des qualifications juridiques qu'elle est susceptible de recevoir. Il a justement été vu que, sauf à se résoudre à un catalogue de qualifications hétérogènes, l'étude dogmatique de l'information renseigne peu sur son traitement juridique sans la mettre en relation avec l'exigence de connaissance à laquelle elle répond.

⁴ Que ce savoir du créancier tende à l'éclairage de son consentement comme à la bonne exécution de son obligation par le débiteur, ce qui renvoie à la catégorie particulière déjà évoquée des obligations de s'informer pour informer.

⁵ Selon l'auteur d'un travail fondateur déjà cité, à l'élément matériel de l'obligation d'information, constitué par son objet (M. FABRE-MAGNAN, *op. cit.*, n° 156 et s., p. 122.), s'oppose son élément moral, lui-même constitué par un élément psychologique et un élément intentionnel. L'élément psychologique tient justement au niveau de connaissance des parties au rapport d'obligation. Chez le débiteur, il s'agit de la connaissance de l'importance de l'information pour le créancier, doublée de celle du contenu de l'information. Chez le créancier, l'élément psychologique est négativement défini comme l'ignorance légitime d'une information de nature à fonder l'obligation de son débiteur, l'illégitimité d'une telle ignorance faisant disparaître l'obligation et la connaissance de l'information la rendant sans objet, n° 237 et s., p. 186. v. égal. sur cette question, P. JOURDAIN, « Le devoir de « se » renseigner (Contribution à l'étude de l'obligation de renseignement) », *D.* 1983, p. 139.

29. L'étude du traitement juridique de l'information en le droit financier peut en revanche être menée sur un plan purement abstrait, lié à l'organisation des règles qui s'y rapportent. Bien que son effet direct réside dans l'amélioration du niveau de connaissance des destinataires de la règle de droit, sa fonction est autre¹. Si l'information implique une réflexion sur le besoin de connaissance, la matière du droit financier lui donne une spécificité en ordonnant les procédés de satisfaction du besoin de connaissance avec son objet. Les règles d'information se distinguent en réalité en droit financier essentiellement par l'éclairage qu'elles entendent apporter sur les instruments financiers. Elles ne servent pas de manière directe et primordiale les destinataires et créanciers des obligations d'information, mais plutôt les instruments financiers eux-mêmes, auxquels elles donnent une consistance. C'est la connaissance qu'entraînent les règles de traitement de l'information qui se trouve elle-même finalisée par l'exigence d'appréhension du risque porté par l'instrument financier. L'information sera envisagée simplement comme le « *véhicule de savoir* »² derrière lequel se profile une exigence de connaissance de biens et contrats spécifiques que sont les instruments financiers.
30. Ce travail tend donc à ordonner la présentation du traitement juridique que reçoit l'information comme savoir communicable à autrui. Il repose ainsi sur une hypothèse fondamentale. Dans le domaine particulier que constitue le droit financier, la volonté politique d'établir un traitement juridique de l'information conditionne les procédés de la règle de droit, compte tenu de la réalité dont elle assure la connaissance. Ce que nous désignons comme le traitement juridique de l'information comme objet d'étude suppose une recherche de cohérence entre différents ensembles de règles, en considération de leur objet commun.
31. Objet de cette recherche, l'information ne sera ainsi pas ramenée à une définition juridique précise, ni ne se verra dotée d'un statut particulier, ni même étudiée sous l'angle de la dimension psychologique de la connaissance par le droit. L'information ne sera ainsi pas autrement abordée que comme un savoir communicable à autrui tenant à une unité d'objet, les instruments financiers. Ce qui doit être mis en lumière dans une étude thématique centrée sur l'information en droit financier et tendant à des enseignements généraux sur son traitement juridique en droit privé, c'est l'importance de l'objet qu'entend éclairer l'information.

Les caractéristiques intellectuelles de l'information permettent ainsi de rendre compte de la manière dont s'ordonne le droit positif. Avant de préciser la méthode utilisée dans l'appréhension de l'objet information, il convient donc de justifier le choix du domaine de recherche retenu.

¹ Cf. *infra*, n° 67 et s.

² P. CATALA, « Ébauche d'une théorie juridique de l'information », *D.* 1984, Chron. p. 97.

Section II : Le droit financier comme domaine de recherche

32. Il importe de préciser le domaine de la recherche proposée en en justifiant l'étendue. Suggérer une étude de l'information en droit financier peut en effet renvoyer à différents ensembles de règles susceptibles d'analyses distinctes. C'est qu'en effet, les expressions de l'information comme élément de la norme sont multiples en droit financier, domaine qui constitue à cet égard une sorte de modèle de régulation par l'information¹.
33. Imaginons un particulier aux prises avec la tentation d'accroître la valeur positive de son patrimoine avec les ressources dont il dispose. Par l'acquisition de certains biens, immatériels, et la souscription de certaines formules-types de contrats², notre protagoniste est en mesure de réaliser cet objectif d'accroissement³ – ou d'optimisation⁴ – patrimonial. La conception commune et intuitive qu'il se fait des conséquences possibles de sa décision le plonge dans l'hésitation pour deux raisons essentielles, étroitement liées l'une à l'autre. D'une part, les modalités de réalisation de son objectif lui échappent tant l'impression première qu'il a lorsqu'il s'intéresse aux produits financiers est celle de la complexité ; d'autre part, *il sait l'issue de sa décision incertaine et risquée*. Un lien immédiat s'instaure donc entre le besoin de connaissance comme condition permettant une juste appréhension des conséquences de sa décision et le risque de perte qu'elle peut impliquer.

Qu'en résulte-t-il ? Notre protagoniste reçoit donc différents documents émanant de sociétés dont il ignore le détail des activités et qui souhaitent toutefois accéder à son investissement. Il est informé de manière personnalisée par l'employé d'un établissement financier agissant en qualité d'intermédiaire entre lui et le marché. Lorsqu'il souhaite suivre les développements du marché, il se trouve face à un flux d'informations qui se succèdent, relatives à des paramètres financiers et extrafinanciers dont la portée est délicate à mesurer en terme de perspectives d'évolution du risque qu'il prend en investissant. Il accède même à la connaissance des luttes de pouvoir qui se tissent au sein des sociétés afin d'établir qui en détient le contrôle effectif et en oriente la gestion.

Conscient des difficultés de traitement que présente pour lui une telle somme d'informations, il est alors conduit à s'intéresser aux analyses émises par des intermédiaires en information sous forme de notes ou de recommandations et destinées à faciliter ses évaluations. Il

¹ J.-B. POULLE, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *LPA*, 21 janv. 2009, p. 6.

² Sur l'analyse des contrats financiers comme formules-types de contrats, cf. *infra*, n° 183.

³ Les titres financiers sont acquis en vue de la réalisation d'une plus-value en cas de cession ou du versement d'un intérêt en guise de contrepartie au risque pris par l'investisseur qui agit comme prêteur afin de financer les activités de l'émetteur. Une telle affirmation ne tient évidemment pas compte du fait que le financement confère des droits particuliers d'actionnaires lorsqu'il prend pour objet des titres de capital.

⁴ C'est alors davantage aux dérivés que l'on pense, compte tenu de leur finalité consistant à transférer le risque attaché à une chose sans la chose elle-même. Sur une telle analyse, v. le travail d'ensemble de A. GAUDEMET, *Les dérivés*, préf. H. SYNDET, Economica 2009, n° 130 et s., p. 64.

découvre même que la recherche de profit qui le motive le soumet à des contraintes dans les moyens qu'il utilise. Il doit se conformer à certaines prohibitions et ne fonder ses décisions que sur des informations dont disposent les autres intervenants mus par la même recherche de profit que lui, en veillant à ne pas porter atteinte à la libre rencontre de l'offre et de la demande comme mode de formation du prix.

34. Ainsi, à partir du constat trivial de la complexité de la matière financière et de la multitude des facteurs susceptibles d'intervenir dans la probabilité de réalisation d'un risque patrimonial, l'ordre juridique tire des conséquences immédiates en obligeant les différents intervenants à satisfaire au besoin de connaissance qui en résulte. C'est cet aspect fondamental d'identification du besoin de connaissance conduisant à déterminer le contenu et les qualités de l'information pertinente sur lequel va se concentrer ce travail. Si l'information est un message, ce sont les données qu'ils véhiculent, davantage que leur formalisation, qui vont être étudiées. C'est pourquoi ne se situe pas dans notre réflexion les règles relatives à la présentation de l'information financière elle-même d'un point de vue comptable. Les standards d'élaboration de l'information financière, tout comme le contrôle auquel elle est soumise par les commissaires aux comptes, resteront hors du champ de cette recherche, tant pour en préserver la cohérence interne qu'afin, convenons-en, d'en réduire l'étendue. De manière plus générale, le formalisme associé à la transmission des informations relatives aux instruments financiers ne sera pas étudié en lui-même. Une réflexion générale sur le formalisme informatif n'est certainement pas sans intérêt en droit financier mais ne répond pas à la démarche que l'on se propose de conduire¹.
35. L'appréhension du sujet choisi repose en effet sur un constat autre que celui, aussi évident que non problématique, de l'importance du droit de la communication financière². La place de l'information en droit financier n'induit pas simplement une exposition d'un ensemble de règles mais une interrogation globale liée à l'évolution de la matière. Il s'agit d'établir et de préciser le lien qui existe entre les multiples exigences relatives à l'information dont fait écho l'ordre juridique et les activités particulières qui en forment l'objet. L'intérêt de la recherche proposée nous semble ainsi résider en ce que seule l'évocation conjointe de l'ensemble des pans du droit financier qui prennent appui sur l'information permet d'en déterminer la cohérence.

Ainsi, il convient d'évoquer les différents domaines du droit financier qui constituent le champ de cette recherche (§1). Il sera ensuite possible d'établir que la cohérence recherchée

¹ On se contentera d'indiquer, sans souci d'exhaustivité, certains articles essentiels sur la question du formalisme : J. FLOUR, « Quelques remarques sur l'évolution du formalisme », in *Le droit privé français au milieu du XXe siècle – Études offertes à Georges RIPERT*, t. 1, L.G.D.J., 1950, p. 93-114 ; A. LEPAGE, « Les paradoxes du formalisme informatif », in *Études de droit de la consommation - Mélanges Jean CALAIS-AULOY*, Dalloz, 2003, p. 597-620 ; G. COUTURIER, « Les finalités et les sanctions du formalisme », *Defrénois*, p. 880-896 ; X. LAGARDE, « Observations critiques sur la renaissance du formalisme », *JCP G* 1999, I, 170 ; V. MAGNIER, « Les sanctions du formalisme », 2004, I, 106.

² P. CLERMONTTEL, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly éditions, 2009.

provient de leur mise en relation avec l'objet particulier auquel ils se rapportent. L'étude comprehensive de l'information permettra d'en unifier la présentation comme indicateur de l'existence d'un droit des instruments financiers (§2).

§1. La multiplicité des règles relatives à l'information en droit financier

36. Les travaux sont désormais pléthoriques sur les différents aspects du recours à l'information en droit des instruments financiers. Ils présentent néanmoins l'inconvénient de n'offrir qu'un traitement par touche du sujet¹.

On entreprendra de distinguer les différents corps de règles qui seront abordés dans cette étude en précisant à chaque fois en quoi limiter la recherche à l'un d'entre eux ne saurait permettre d'apprécier la logique d'ensemble du dispositif. L'information se présente ainsi selon les cas comme l'élément d'un droit des émetteurs (A), d'un droit spécial des contrats (B) ou encore comme l'objet d'activité de certains intermédiaires en information que sont les analystes financiers et les agences de notations (C), et enfin comme le bien juridique protégé par un droit répressif spécial reposant sur la sanction des manquements administratifs et des délits pénaux en la matière (D).

A. Elément d'un droit des émetteurs

37. Le droit financier impose aux émetteurs de titres financiers de nombreuses obligations d'information à l'occasion des offres au public de leurs titres auxquelles ils procèdent comme de l'admission aux négociations de leurs titres sur un marché réglementé. Ils sont tenus dans ces deux hypothèses de publier un prospectus et, au titre de l'admission aux négociations de leurs titres, de nombreuses obligations d'information liées à leur présence sur un marché. Les obligations d'information imposées par le législateur n'ont ainsi pas pour unique fondement la

¹ On signalera toutefois le choix retenu par les auteurs d'un précis de droit financier de consacrer toute une partie de leur ouvrage à la régulation des comportements sur le marché, dont le contenu s'articule entre la présentation des obligations d'information à l'occasion des opérations sur le marché et celle de la sanction des abus de marché : A. COURET, H. LE NABASQUE et *alii*, *Droit financier*, 2^e éd., Dalloz 2012, n° 1410 et s., p. 1041. Partant du lien unissant information et confiance, les auteurs exposent que celle-ci ne peut que résulter de la connaissance suffisante générée par celle-là : « Cette connaissance suffisante doit porter sur des éléments nécessaires à la prise de la décision d'investissement. Par conséquent, toute la chaîne informationnelle conduisant à la connaissance du produit d'investissement par l'investisseur doit lui permettre d'obtenir une information pertinente pour lui faire prendre une décision d'investissement », n° 1411, p. 1042. Bien qu'ils constatent que l'information réalisée par les intermédiaires concoure à la prise de décision d'investissement (n° 1411, p. 1042), les auteurs en traitent séparément dans leur ouvrage : v. n° 180 et s., p. 118.

cotation¹. Elles se distinguent par leur champ d'application et en partie par leur contenu. Les obligations d'information qui pèsent sur les émetteurs ne sont pas limitées à leur présence sur un marché, au sens organisationnel qui est désormais conféré à ce terme par la directive sur les marchés d'instruments financiers². Si l'on veut utiliser le terme transparence pour conférer une autonomie au corps de règles destinées à assurer l'information en continu d'un public du fait de la présence des titres d'un émetteur sur un marché, il n'en demeure pas moins que d'autres règles d'information s'imposent aux émetteurs au stade de l'émission des titres eux-mêmes³. Ce n'est donc plus à une conception institutionnelle du marché qu'il faut avoir égard pour penser les exigences d'information en relation au statut des seuls émetteurs cotés. L'information ne doit plus être analysée à la lueur du marché sur lequel interviennent les échanges mais en considération de l'instrument qui en constitue l'objet. Les contraintes d'information sont liées à l'instrument proposé au public et non nécessairement à la négociation sur un marché réglementé qui engendre les contraintes de la cotation. Si les deux peuvent être associées, la réglementation des offres au public de titres financiers et l'acquisition du statut d'émetteur sur un marché réglementé doivent faire l'objet d'une analyse séparée, le fondement intellectuel de l'information exigible des émetteurs étant essentiellement différent⁴. En vérité, seul le statut d'émetteur dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé relève de l'étude d'un droit des sociétés cotées⁵. Ce

¹ B. SOUSI-ROUBI, *Lexique de la banque et des marchés financiers*, 6^e éd., Dunod 2009, définissant la cotation comme l'« établissement d'un cours », au *fixing* ou en continu. Ainsi, la multiplication des contraintes associées à l'émission de titres financiers ne saurait être expliquée par l'existence d'une *summa divisio* entre les sociétés cotées et non cotées¹. Selon les promoteurs de cette distinction appliquée aux obligations d'information qui pèsent sur les sociétés, il apparaîtrait nécessaire de tracer une ligne de démarcation entre exigences d'information, traditionnelles pour les sociétés non cotées, et de transparence, propre à la présence sur un marché des titres émis par les sociétés cotées : M.-A. FRISON-ROCHE, « La distinction entre sociétés cotées et non cotées », in *Mélanges AEDBF - France*, Revue Banque édition, 1997, p. 192 : « Ainsi, l'impératif d'information se meut en impératif de transparence, le premier ne caractérisant plus désormais que les sociétés non cotées, les sociétés cotées étant gouvernées de l'extérieur par le second ».

² Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *JOCE* n° 145/1 du 30 avril 2004, dont l'article 4 donne les définitions de marché réglementé, de système multilatéral de négociation et d'internalisateur systématique. Ces définitions sont reprises à l'article 2 de la *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant [EMIR sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux]* du 20.10.2011, COM(2011) 652, actuellement en examen. L'article 2, 7) de la proposition introduit par ailleurs la catégorie nouvelle des systèmes organisés de négociations (*organised trading facility – OTF*).

³ Cf. *infra*, n° 134 et s.

⁴ C'est à ce titre que la réglementation des offres au public de titres financiers sera étudiée en ouverture de ce travail, alors que celle des obligations d'information périodique et continue est située dans la seconde partie.

⁵ Le problème fondamental d'une présentation des obligations d'information qui pèsent sur les émetteurs à partir de la distinction entre sociétés cotées et non cotée tient à ce qu'elle prend acte de la spécificité des contraintes d'information qui pèsent sur les sociétés cotées sans en établir l'origine. Le prisme d'un droit des sociétés cotées pour rendre compte de manière ordonnée de l'information exigée des sociétés qui émettent des titres financiers négociés sur des marchés réglementés apparaît ainsi réducteur. Il prétend associer et expliquer l'exigence d'information par la seule présence sur un marché conduisant à l'établissement d'un cours. En outre, l'analyse du droit des sociétés cotées comme droit spécial des sociétés, conditionné par les exigences du marché boursier, n'offre qu'une présentation partielle du fondement réel de l'information. Un auteur a en effet proposé une lecture du droit des sociétés cotées comme règles destinées à permettre la juste valorisation des sociétés par le marché

n'est alors pas tant la distinction entre sociétés cotées et non cotées que l'articulation entre l'information exigée lors d'une offre de titres financiers et celle liée au statut d'émetteur coté qui permet d'établir la cohérence du dispositif.

En somme, le droit financier impose aux émetteurs deux ensembles d'obligations spéciales d'information entre lesquelles il convient de faire le départ. Leur présence ne s'explique donc pas uniquement par les contraintes de la cotation. On entreprendra donc d'établir dans le cadre de cette étude ce qui distingue les règles qui composent le statut d'émetteur coté de l'exigence de publication d'un prospectus pour établir la cohérence de ce droit des émetteurs cotés.

B. Élément d'un droit spécial des contrats

38. La présentation des règles de conduite auxquelles sont soumis les prestataires de services d'investissement est essentielle dans ce travail à un double titre. D'une part, ce dispositif constitue aujourd'hui un véritable droit commun applicable à la distribution des instruments financiers, qu'il s'agisse de titres ou de contrats financiers. D'autre part, si une étude d'ensemble leur a déjà été consacrée sous l'angle du droit des obligations¹, l'analyse des obligations d'information auxquelles ils sont tenus à l'égard de leurs clients suppose leur mise en relation avec les autres règles d'information permettant la connaissance des instruments financiers. Intermédiaires financiers, ils sont également et de manière déterminante des intermédiaires en information². En ce que, « *dans l'exercice de son activité, le prestataire est l'interface entre son client et le marché* »³, il constitue un relais assurant la connaissance des titres et contrats financiers pour les investisseurs. La présentation des obligations d'information qui pèsent sur les prestataires de services d'investissement au nombre de leurs

boursier. H. BOUTHINON-DUMAS, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, préf. P. DIDIER, L.G.D.J., 2007. Cette analyse paraît ainsi juridiquement discutable en ce qu'elle revient à fonder l'information sur les spécificités du titre action résultant du droit des sociétés alors que la discipline juridique de l'information en droit financier trouve justement sa justification dans l'assimilation des actions aux autres titres financiers. Avant d'y revenir plus largement, on indiquera simplement ici qu'au sens de l'article L.211-1, II du Code monétaire et financier, appartiennent à la catégorie des titres financiers outre les titres de capital émis par les sociétés par actions (1°), les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse (2°) ainsi que les parts ou actions d'organismes de placement collectif (3°).

¹ S. BONFILS, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, préf. M.-A. FRISON-ROCHE, L.G.D.J., 2005.

² Sur la place qu'occupe la question de l'asymétrie d'informations comme « raison d'être » de l'intermédiation financière, G. CAPELLE-BLANCARD et J. COUPEY-SOUBEYRAN, « L'intermédiation bancaire et financière », in *Les systèmes financiers, Mutations, crises et régulation*, dir. C. de BOISSIEU, 2^e éd., Economica, 2006, p. 33 et spéc., p. 34 : « L'exploration de la relation prêteur/emprunteur fait rapidement apparaître les difficultés d'une négociation directe et le bien fondé de l'interposition d'un intermédiaire. Les coûts inhérents à la résolution des problèmes d'asymétrie d'information en constituent l'une des sources essentielles. Ces coûts d'information ne seraient pas un obstacle à la négociation, si les agents économiques pouvaient passer entre eux des contrats complets, permettant de prendre en compte l'ensemble des éventualités pouvant affecter la relation contractuelle. C'est donc dans un contexte à la fois d'incertitude, d'asymétrie d'information et d'incomplétude des contrats qu'il faut envisager l'émergence des intermédiaires bancaires et financiers ».

³ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 382, p. 509.

règles de conduite permet d'établir une articulation entre la « macro-information » établie par les émetteurs à destination du marché et la « micro-information », individualisée, que doivent assurer les intermédiaires financiers au stade de la distribution des instruments financiers. C'est la manière dont l'ordre juridique assure l'information dans le cadre de la relation bilatérale entre intermédiaire et investisseur, en complément de l'information collective délivrée par les émetteurs, qui peut ainsi être mise en lumière. L'information constitue l'objet essentiel d'un ensemble d'obligations qui pèsent sur ces intermédiaires financiers que sont les prestataires de services d'investissement, au titre des règles de conduite auxquelles ils sont soumis¹. Débiteurs légaux et contractuels de renseignements à leurs clients, les prestataires sont également conduits à mettre ces derniers en garde contre le risque lié à certains services. Ils doivent en outre procéder à l'évaluation du service proposé en fonction des informations qu'il leur faut obtenir sur la situation de leurs clients². Le dispositif des règles de conduite applicables aux prestataires de services d'investissement met ainsi à leur charge un ensemble d'obligations d'informer et de s'informer pour assurer au client la connaissance du risque associé à sa décision d'investissement.

39. L'étude des règles de conduite applicables aux prestataires de services d'investissement peut alors être menée en envisageant les intermédiaires financiers comme de véritables intermédiaires en information, entre les marchés et les investisseurs. Cette dimension de l'activité des prestataires de services d'investissement se répercute sur l'analyse du fondement des obligations d'information exigées. Le réflexe conditionné fondé sur les analogies techniques possibles entre droit financier et droit de la consommation conduirait à ne voir dans de telles obligations que des règles de protection d'une partie supposée faible au contrat que serait l'investisseur. On peut toutefois se demander s'il rentre véritablement dans l'objet du droit financier d'assimiler l'investisseur à un consommateur³. Il ne faut pas négliger la spécificité du risque pris par l'investisseur à l'occasion de l'investissement en instruments financiers. Ce risque patrimonial confère sa particularité aux instruments financiers par rapport aux biens et services mettant couramment en relation les consommateurs avec les professionnels en droit de la consommation. La question de la protection conférée aux investisseurs par les obligations d'information imposées aux prestataires de services d'investissement n'est donc intéressante qu'à raison des interrogations qu'elle soulève et non

¹ Cf. *infra*, n° 249 et s.

² Art.L.533-13, I et II du Code monétaire et financier.

³ X. LAGARDE, « L'acte d'investissement – Du contrat à l'acte juridique », in *Les concepts émergents en droit des affaires*, dir. É. LE DOLLEY, L.G.D.J.-Lextenso 2010, n° 7, p. 286-287 : « Entre investissement et consommation, la confusion paraît impossible. En pratique, les choses sont un peu plus troubles. Car le consommateur est souvent amené à investir. Il est alors au contact d'un professionnel. (...) Sans doute, les particuliers qui engagent leur épargne méritent-ils une protection particulière. Cela n'autorise cependant pas la confusion entre consommation et investissement. Le consommateur qui investit fait autre chose que consommer. (...) S'il y a un risque de confusion entre investissement et consommation, il ne tient donc pas tant au fait que l'épargne met en contact un profane et un professionnel. Plus subtilement, il est lié à ce que le profane investit bien souvent dans une perspective consumériste ».

des objectifs véritables que l'on lui prête. Ces questions se réduisent fondamentalement à deux : quel est l'objet réel de cette protection, soit, en d'autres termes, contre quoi l'investisseur est-il protégé ? De quelle manière l'est-il ?

Le prestataire de services d'investissement se présente essentiellement comme un intermédiaire en information du point de vue de l'investisseur si l'on a égard à l'importance des règles de bonne conduite qui ont trait aux échanges d'informations qui surviennent entre lui et son client. Ce faisant, le droit formule et précise toute une série d'exigences tacites érigées en véritables obligations professionnelles ayant vocation à intégrer la relation contractuelle entre le prestataire et le client. La discipline de l'obligation d'information au sens large ainsi réalisée conduit à détailler en relation à chaque service d'investissement des commandements permettant de satisfaire les exigences tacites inhérentes à un contrat de confiance¹.

C. Objet de l'activité de catégories spécifiques d'intermédiaires en information sur les marchés financiers

40. Autogénératrice de ses difficultés de traitement, compte tenu de sa richesse et de sa complexité, l'information financière a engendré des métiers spécifiques dont l'objet consiste à synthétiser l'information disponible sous forme de recommandations ou de notes de nature qualitative. Analystes financiers et agences de notation forment donc une catégorie spécifique d'intermédiaires en information ayant une fonction de système consistant à retraiter l'information disponible en vue de mettre à la disposition du public une synthèse qualitative de celle-ci. À ce titre, ces deux professions sont envisagées comme des maillons d'une « chaîne informationnelle »². L'information, dont analystes financiers et agences de notation

¹ On emprunte ici sa formule à P. BOURDIEU, *La misère du monde*, Seuil, 1993, p. 7 : « jamais contrat n'est aussi chargé d'exigences tacites qu'un contrat de confiance ». L'information est en effet la condition de la confiance des clients dans leurs intermédiaires au service de l'obligation plus générale qui leur est faite par l'article L.533-1 issu de l'ordonnance du 13 avril 2007 selon lequel « les prestataires de services d'investissement agissent de manière honnête, loyale et professionnelle, qui favorise l'intégrité du marché ». L'information, au même titre que les autres règles de bonne conduite, les normes de gestion et les obligations comptables et déclaratives, participe ainsi de la loyauté, de l'honnêteté et du professionnalisme des prestataires de services d'investissement. Il s'agit donc de règles concourant au respect d'une conduite objectivement conforme aux diligences attendues du prestataire, véritables exigences statutaires qui, inscrites dans la dynamique de la relation contractuelle, constituent autant d'obligations à l'égard de leurs clients. C'est là d'ailleurs toute l'ambivalence des règles de conduite qui se profilent comme des règles professionnelles, composantes essentielles du statut de professionnel agréé, mais dont la dimension relationnelle fonde des actions en responsabilité civile de la part des clients auxquels elles bénéficient. À la nature double de ces règles comme règles professionnelles et obligations conventionnelles et précontractuelles répond un régime de responsabilité dual, entre sanction disciplinaire et responsabilité contractuelle : cf. *infra*, n° 346.

² E. COHEN, « Défaillance de la chaîne informationnelle ou crise des modes de contrôle des entreprises », in *Rapport sur l'argent dans le monde*, Association d'économie financière, Montchrestien, 2002, p. 75 et s., cité par A. COURET, « Transparence, indépendance de l'opinion et chaîne de sécurité de l'information », in *Mélanges en l'honneur de Dominique SCHMIDT*, Joly éditions, 2005, p. 169. Pour un travail construit autour de cette idée

sont la source en même temps que les auteurs, doit ainsi être étudiée sous l'angle de la fonction systémique de retraitement de l'information disponible au marché par laquelle il devient possible d'établir les qualités qu'elle doit présenter. Ce n'est que par la mise en relation des prestations des analystes financiers et agences de notation avec le reste de l'information disponible au marché que peuvent être justement posées les difficultés d'encadrement juridique de telles activités. C'est compte tenu de cette fonction de système qu'il convient de rendre compte des difficultés d'encadrement juridique de leurs activités pour mettre en lumière leurs particularités. La réglementation des activités de notation et d'analyse financières s'inscrit dans une démarche de mise à disposition du public d'une information accessible, présentant des qualités suffisantes d'objectivité pour concourir aux délibérations des intervenants.

Les opinions ainsi forgées présentent une nature particulière. En ce qu'elle ne constitue qu'une synthèse qualitative, leur portée ne saurait se prêter à un examen en terme d'exactitude pour apprécier la responsabilité de leurs auteurs. Type spécifique d'informations, elles ne peuvent ainsi être saisies par le droit qu'en raison de leurs conditions d'élaboration. L'évocation de ces métiers de l'information financière que sont analyse et notation conduit ainsi à placer comme enjeu du dispositif le traitement des conflits d'intérêts comme atteinte à l'objectivité des opinions émises et communiquées au public.

D. Fondement d'un droit répressif financier

41. L'information fait en outre l'objet de nombreuses préventions par le droit répressif, tant au plan pénal qu'administratif¹. Les délits pénaux et leurs doublons dans le cadre des manquements administratifs constituent un catalogue composite d'infractions auxquelles est soumis l'ensemble des intervenants. L'information est un élément essentiel de détermination du prix des instruments financiers en même temps qu'un procédé de nature à perturber la rencontre de l'offre et de la demande à raison des déséquilibres dans le savoir qu'elle peut engendrer sur le marché comme de la manière dont elle peut fausser l'appréciation du public. Le droit répressif intervient ainsi pour préserver de manière générale les qualités attendues de l'information disponible au marché. A la clôture du système, il en constitue un véritable droit commun applicable à l'ensemble des acteurs qui ne peut être compris que dans sa relation aux

de chaîne informationnelle : V. JAMET, *De l'influence du principe de transparence sur la chaîne de régulation de l'information financière*, thèse Nice, 2007.

¹ Les difficultés liées à l'existence d'une double répression pénale et administrative ne seront pas évoquées dans cette étude. Bien que la réflexion soit plus que jamais nécessaire du fait de l'introduction de sanctions pénales au niveau de l'Union européenne envisagée par la *Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché*, Bruxelles, le 20.10.2011, COM(2011) 654, elle n'a pas tant une incidence sur les fondements de la répression que sur ses modalités de mise en œuvre. Elle ne relève pas à ce titre, de l'objet de cette recherche.

exigences de bonne information du public¹ qu'il permet de définir en même temps que de satisfaire par la menace de la sanction pénale ou administrative.

42. En résumé, il apparaît qu'une approche séparée de chaque pan du droit financier évoqué conduit à méconnaître la nécessité de leur articulation. Alors que le droit des sociétés conduit à voir dans l'action une portion de la valeur de la société, le droit financier n'envisage l'action que comme un titre financier parmi d'autres auxquels sont associées des exigences d'information multiples qui ne sauraient être expliquées par la seule présence de la société sur un marché. En outre, les actions comme titres financiers constituent bien l'objet d'échange dont la valeur doit être déterminée par référence à la situation de l'émetteur. Les règles de conduite applicables aux intermédiaires financiers ne sauraient être expliquées, pour leur part, qu'à raison du risque particulier des instruments financiers dont les prestataires de services d'investissement assurent la connaissance auprès de leurs clients. L'exigence de protection des investisseurs doit donc être repensée à la lueur de l'objet particulier de l'activité d'intermédiation en cause, en se gardant de s'en tenir aux analogies possibles avec le droit de la consommation. Enfin, les règles applicables aux analyses et notations financières tout comme la discipline des manquements administratifs et délits financiers ne peuvent être étudiés que comme des dispositifs de nature à assurer des qualités suffisantes à l'information mise à disposition du public.

Il en résulte que la cohérence du traitement juridique de l'information ainsi évoqué doit être recherchée dans l'objet dont l'ordre juridique assure la connaissance. Aux approches partielles évoquées, il convient de substituer une lecture d'ensemble selon laquelle le traitement juridique de l'information trouve sa cohérence comme indicateur de l'existence d'un droit des instruments financiers.

§2. L'information comme indicateur de l'existence d'un droit des instruments financiers

43. La doctrine s'est déjà attachée à discuter de l'autonomie² ou du particularisme¹ du droit financier sous l'angle des relations que celui-ci entretient avec le droit commun. Il ne sera

¹ S'il est donc exact de constater que ce droit pénal spécial financier s'est intégré au système économique et financier, il est pour autant excessif de conclure qu'il l'a fait « en s'extrayant du système juridique », M.-A. FRISON-ROCHE, « La constitution d'un droit répressif *ad hoc* entre système juridique et système économique et financier », in *La justice pénale face à la délinquance économique*, Dalloz 2001, n° 11, p. 20. Ce n'est pas purement à la régulation des comportements économiques que tend la répression des infractions boursières. Elle constitue un élément d'une discipline d'ensemble de l'information, qui articule la répression avec la promotion de l'information comme possibilité juridique des relations entre les opérateurs sur les marchés financiers. Elle relève à plein titre du système juridique du fait de son articulation avec les autres pans du traitement juridique de l'information en droit financier.

² F. PELTIER, *Marchés financiers & Droit commun*, Revue Banque édition, 1997, spéc. n°36 et s., p. 31; plus spécialement à l'égard du droit des contrats, A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préf. H. SYNVEY, Economica, 2007.

toutefois pas question ici de mener une semblable réflexion sur les divisions du droit² et le degré de spécialisation des concepts et des mécanismes permettant de conclure à l'existence d'une nouvelle branche du droit³. Il a en effet déjà été remarqué comment, en la matière, les notions d'autonomie, de spécialité ou de particularisme sont équivoques⁴ et combien peut être contingente aux intentions de l'auteur ou aux finalités d'une étude particulière la délimitation d'un champ de recherche en droit. Il n'est donc pas question de s'employer à évaluer l'intensité relative des rapports d'inclusion et d'exclusion qu'entretiennent les règles spéciales du droit financier avec le droit commun⁵, qu'il s'agisse du droit civil ou du droit commercial.

44. Il faudra toutefois observer que l'ensemble des corps de règles évoqués dans le paragraphe précédent trouve une justification et un objet communs dans les caractéristiques de ces biens et contrats particuliers qui composent la catégorie hétérogène des instruments financiers⁶. En cela, l'affirmation de l'existence d'un droit des instruments financiers n'est qu'une transposition à des fins didactiques de la vision de la matière par la doctrine nord-américaine. L'expression de *Securities Law* – avec tous les dangers que présente une recherche d'un équivalent du terme *securities* en droit français ou de l'Union⁷ – a pour premier apport de placer les valeurs négociées au centre du dispositif. La doctrine américaine fait intuitivement le lien entre l'objet des activités financières et le traitement juridique de l'information : « *The lifeblood of the securities markets, and the primary tool of regulators, is information. For us, the unifying theme of securities regulation is information and its use* »⁸.
45. Étant insusceptible d'une présentation comme notion élémentaire du droit financier⁹, compte tenu de ses multiples contenus et expressions positives, l'information doit voir son traitement juridique ordonné selon la recherche d'un critère de cohérence qui lui soit extérieur. Cette thèse a pour objectif méthodologique de mettre en lumière que la seule notion qui permet et légitime une réflexion fondamentale et ordonnée sur l'information en droit financier est celle d'instrument financier. C'est en cela que l'on est conduit à présenter l'information comme

¹ X. LAGARDE, « Le droit des marchés présente-t-il un particularisme ? », *JCP G* 2005, I, 182.

² V. F. GRUA, « Les divisions du droit », *RTD civ.* 1993, p. 59.

³ P. LE CANNU, « Le droit financier existe-t-il ? », *LPA*, 26 avril 2004, p. 4.

⁴ F. PELTIER, *Marchés financiers & Droit commun*, Revue Banque édition, 1997, spéc. n° 41 et s., p. 33 ; M. COZIAN, « Propos désobligeants sur une « tarte à la crème » : l'autonomie et le réalisme du droit fiscal », *JCP G* 1984, I, 3005.

⁵ Pour un travail tendant à préciser le critère de spécialité des lois, R. GASSIN, « Lois spéciales et droit commun », *D.* 1961, p. 91.

⁶ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 78, p. 84 : « Le droit saisit l'instrument et, à partir de l'instrument, les modes de négociation, les obligations des intermédiaires à l'égard des acquéreurs et des vendeurs, les obligations des émetteurs... ».

⁷ Sur la notion de *securities* dans la jurisprudence fédérale américaine, J. D. COX, R. W. HILLMAN, D. C. LANGEVOORT, *Securities Regulation – Cases and materials*, 5th ed., Aspen Publishers, 2006, p. 19 et s.

⁸ S. J. CHOI & A. C. PRITCHARD, *Securities Regulation*, Aspen Publishers, 2008, p. xviii; égal. en ouverture de leur ouvrage, J. D. COX, R. W. HILLMAN, D. C. LANGEVOORT, *op. cit.*, p. 1 : « *The securities laws exist because of the unique informational needs of investors. Unlike cars and other tangible products, securities are not inherently valuable* ».

⁹ Pour une présentation ordonnée autour de l'articulation entre notions élémentaires et notions complémentaires de droit financier, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 75, p. 78.

élément d'un droit des instruments financiers. Cette expression n'est pas employée dans une perspective tendant à la reconnaissance académique d'une nouvelle discipline. Le présent travail constitue sans aucun doute une étude d'un ensemble de règles qui, toutes, relèvent du droit financier. La référence au droit des instruments financiers sert, plus modestement, à rendre compte avec exactitude de l'objet de la recherche proposée.

46. Un tel projet s'inscrit toutefois à notre sens dans le sillage de propositions déjà nombreuses suggérant d'aborder le droit financier comme un droit des marchés d'instruments financiers¹ ou, plus précisément, un droit des biens². Il faut en effet constater que « [l]e droit financier n'est (...) plus, seulement, un droit professionnel. L'évolution de ce droit, sa propagation au-delà des marchés réglementés, son recentrage autour de l'instrument financier, conduit à voir dans cette branche du droit un droit des biens tout autant qu'un droit des personnes et des activités ; il est le droit de certains biens spéciaux, dématérialisés et négociables que sont les instruments financiers »³.
47. Encore faut-il s'entendre sur le sens à donner à l'expression « droit des biens ». L'information dans la multiplicité de ses expressions positives n'a pas vocation à permettre l'étude de l'exercice des droits réels et du transfert de propriété relativement aux titres financiers⁴. Elle n'est pas non plus de nature à préciser les caractéristiques juridiques propres aux instruments financiers envisagés comme biens⁵ ou comme contrats. À ce titre, c'est à l'hétérogénéité fondamentale de la notion d'instruments financiers que se heurte la désignation des règles du droit financier comme droit des biens⁶. En effet, depuis la remise en ordre de la matière résultant de l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers, la notion d'instrument financier désigne les titres financiers et les contrats financiers⁷ au sens de

¹ M. MANSOUR, *Marchés financiers libres et marchés réglementés*, Thèse Paris I, dactyl., 2006, n° 9, qui évoque « un droit des instruments financiers, au-delà du droit boursier, dans le sens d'une discipline juridique dont l'objet est la réglementation des opérations portant sur des instruments financiers ».

² M. JEANTIN, « Le droit financier des biens », in *Prospectives du droit économique – Dialogues avec Michel JEANTIN*, Dalloz, 1999, p. 3-10, dans lequel l'auteur formule l'hypothèse de l'incidence du cadre juridique de négociation que constitue le marché sur le régime des valeurs mobilières qui y sont échangées, spéc. p. 10 : « Le marché, substitué à la convention synallagmatique dans la stricte mesure de ses besoins, implique la création d'un droit spécial des biens, appliqué aux valeurs dématérialisées. Ainsi se vérifie, à propos d'une catégorie spécifique de biens, l'affirmation selon laquelle il faudrait au droit français un droit des biens spéciaux, à côté de la théorie générale des biens, comme ailleurs il y a un droit des contrats spéciaux qui est en train de refouler la théorie générale des obligations. En tout état de cause, il apparaît que c'est moins la dématérialisation (qui n'est elle-même qu'une conséquence) que l'existence d'un marché généralisé qui rend nécessaire une nouvelle conception non de l'objet même de la propriété, mais des manières dont on l'acquiert ».

³ Nos italiques. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 36, p. 35.

⁴ Sur la question du transfert de propriété, le travail d'ensemble de J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, préf. D. COHEN, Economica, 2010.

⁵ Pour une présentation du droit des biens distinguant une approche objective, fondée sur les biens en eux-mêmes et dans leurs rapports entre eux, et une approche subjective, liée aux relations entre les biens et les personnes, au titre desquelles figure l'analyse de la propriété, des droits réels et de la possession, l'ouvrage de F. ZENATI-CASTAING et T. REVET, *Les biens*, 3^e éd., PUF 2008, spéc. n° 5, p. 23-24.

⁶ En ce sens, A.-V. LE FUR, « La protection de l'investisseur par le droit des biens. La notion de bien financier », *RDBF*, nov.-déc. 2010, ét. 32, n° 4-5, p. 47-48.

⁷ « L'opposition des titres et des contrats financiers structure et clarifie la matière. Aux titres émis, inscrits en compte et négociables, s'opposent des instruments d'une autre nature, qui ne sont pas « émis », ni inscrits en

l'article L.211-1, I du Code monétaire et financier¹. Or, comme la démonstration en a été faite, le contrat financier, pour dépersonnalisé à l'extrême qu'il se présente, n'est pas négociable², le droit financier n'ayant pas recours à la technique de la cession de contrat. Il n'y a pas de réification du contrat financier³ en ce que « *la seule manière de se défaire d'un contrat consiste à en conclure un autre identique, au sens près, la compensation des engagements symétriques dégageant alors le bénéfice ou la perte subie sur le marché* »⁴. Le contrat financier n'est donc pas une chose appropriable⁵ susceptible de faire l'objet d'une aliénation. Il n'existe qu'entre les deux parties qui l'ont souscrit. Appréhendé comme instrument, c'est-à-dire comme formule-type de contrat, le contrat financier n'est pas un bien⁶ en ce qu'il est dépourvu de valeur intrinsèque et est insusceptible de faire l'objet d'un droit de propriété. Ce n'est qu'à la souscription du contrat que naîtra une créance⁷ qui, si elle forme l'objet du contrat financier, ne se confond pas avec lui.

48. Cette difficulté de conceptualisation du contrat financier au sein de la catégorie des instruments financiers⁸ conduit à admettre que l'hypothèse plus générale sur laquelle repose ce travail consiste simplement en ceci que le traitement juridique dont l'information fait l'objet trouve sa cohérence dans le souci d'améliorer les conditions de réalisation de transactions⁹ sur les instruments financiers. Ce n'est que rapporté aux valeurs qui forment l'objet des opérations qui interviennent sur les marchés d'instruments financiers que le traitement juridique de l'information en droit financier trouve sa cohérence. L'étude de l'information, si elle ne suppose pas de s'appuyer au sens strict sur les catégories et les problématiques du droit des biens, relève ainsi à notre sens d'un droit spécial des biens en ce

compte, ni négociables, et qui s'analysent en des formules-types de contrat proposées aux investisseurs et « activées » par la rencontre des consentements de deux opérateurs souscrivant au contrat en sens opposé », T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 148, p. 222.

¹ Sur ce texte, les développements de T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 81 et s., p. 87 et les nombreuses références citées.

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 157, p. 238.

³ *Contra* P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préf. J.-J. DAIGRE, IRJS éditions, 2011, dans lequel l'auteur entreprend d'établir que la position contractuelle des parties constitue une valeur appropriable traduite par leur solde, à partir des possibilités de constituer des nantissements de telles positions contractuelles, n° 209, p. 223 et s.

⁴ F. DRUMMOND, « Le contrat comme instrument financier », in *L'avenir du droit – Mélanges en hommage à François TERRÉ*, Dalloz, PUF, Juris-Classeur, 1999, n° 14, p. 670.

⁵ *Idem*, n° 5, p. 664 : « Le contrat financier demeure un instrument d'échange et d'organisation, il n'est pas devenu un objet d'échanges : il n'y a pas en la matière de révolution du contrat ».

⁶ En ce sens, A.-V. LE FUR, « La protection de l'investisseur par le droit des biens. La notion de bien financier », *RDBF*, nov.-déc. 2010, ét. 32, n° 5, p. 47-48.

⁷ F. DRUMMOND, « Le contrat comme instrument financier », in *L'avenir du droit – Mélanges en hommage à François TERRÉ*, Dalloz, PUF, Juris-Classeur, 1999, n° 17, p. 672 : « les instruments financiers ont en commun d'être créés en représentation d'une créance, la créance préexistant à l'instrument, alors que les contrats-types préexistent à la créance, celle-ci ne naissant que de leur souscription ».

⁸ A. GAUDEMET, *Les dérivés*, préf. H. SYNVEY, Economica, 2010, n° 580, p. 291 : « N'en déplaise aux faiseurs de systèmes, la qualification légale d'instrument financier, pas davantage que celle d'instrument financier à terme, ne correspond à une authentique notion juridique ».

⁹ Sur la notion de transaction, qu'il convient de distinguer du contrat défini à l'article 2044 du Code civil, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 662, p. 835, et, sur l'analyse de la transaction comme véritable contrat, n° 837, p. 985-986.

qu'elle peut être expliquée et agencée autour de l'objectif consistant à encadrer les rapports juridiques ayant pour objet des instruments financiers.

D'avantage encore qu'un droit des biens, le droit des instruments financiers est un droit de l'objet ou encore, de l'instrument lui-même. C'est rapporté à l'objet instrument financier¹ que le traitement juridique de l'information en droit financier trouve sa cohérence². Les termes de recherche proposés impliquent ainsi la présentation du traitement de l'information au travers de l'objet auquel elle se rapporte. Il s'agit donc de forger une théorie juridique de l'information fondée sur ses fonctions intellectuelles dans la définition du régime juridique des rapports ayant pour objet la circulation des titres financiers et la souscription des contrats financiers. Il convient donc à présent de préciser la signification donnée à une analyse reposant sur les fonctions intellectuelles de l'information.

Section III : Le choix d'une méthode fondée sur les fonctions intellectuelles de l'information

49. L'intitulé de cette thèse fait appel au terme « fonctions ». Utilisé au pluriel, il invite à organiser ce travail autour des différentes fonctions identifiées de l'information comme instrument de connaissance et d'anticipation en la matière. En conduisant l'étude des manifestations de l'information comme élément et enjeu de la norme, on aura recours au concept de fonction pour tenter d'en ordonner et d'en analyser les expressions positives.

Une telle démarche peut légitimement surprendre car les fondements du recours à l'information susceptibles de servir de cadre d'analyse ne manquent pas. Elle ne devra ainsi être exposée (§2) qu'après avoir expliqué les raisons conduisant à s'écarter des démarches alternatives reposant sur les finalités assignées à l'information en la matière (§1).

§1. Les démarches alternatives fondées sur les finalités de l'information

50. Compte tenu de l'étendue du champ d'investigation évoqué, il pourrait sembler de bonne méthode d'en organiser la présentation autour des différents principes régissant le droit

¹ Objet de connaissance et non objet d'échange, désignation qui, on l'a vu, ne saurait s'appliquer aux contrats financiers.

² M.-A. FRISON-ROCHE, « Le droit financier entre volontés et informations », in *Prospectives du droit économique – Dialogues avec Michel JEANTIN*, Dalloz, 1999, p. 12 : « Avec le mécanisme de marché et le droit financier qui lui correspond, il semble que nous avons affaire à des règles juridiques nées directement de l'objet. Elles s'apparentent alors paradoxalement à un nouveau droit naturel dans la mesure où ce sont les exigences de l'objet lui-même que le droit doit servir et contre lequel il serait insensé d'aller, dans la mesure où l'objet malmené pourrait en quelque sorte s'enfuir et se placer hors du périmètre de puissance d'un droit qui lui serait contraire, par le phénomène de la délocalisation et de la virtualité ».

financier. En outre, du fait de l'importance des considérations économiques présidant à l'élaboration de tout dispositif en la matière, il pourrait également sembler pertinent de réaliser une approche pluridisciplinaire de la question en appuyant l'analyse juridique sur l'analyse économique qui semble fournir aux instances normatives des critères aujourd'hui élevés au rang de véritables objectifs par l'ordre juridique.

51. Une recherche fondée sur la fonction d'un élément de la règle suppose toutefois, telle que nous l'entendons, de s'écarter d'une présentation de la matière à partir des finalités prêtées à l'information¹. Comment peut-on rigoureusement s'attacher à étudier les fonctions de l'information sans faire référence aux finalités qui lui sont assignées par les instances normatives ou la doctrine ? Une question préalable doit donc être résolue, tenant à la mise en relation comme à la nécessité de distinguer la fonction de l'information, des finalités auxquelles on la destine. Il peut s'agir tant des principes qu'elle est censée exprimer que des objectifs qu'elle poursuit et dont elle sert la réalisation. Objectifs et principes se rejoignent donc en invitant à une analyse de la règle qui se rapporte à la transmission ou à la détermination des caractères de l'information en considération de son but. Les premiers sur un plan politique et les seconds au sein même de l'ordre juridique, ont une valeur d'orientation téléologique des règles du droit positif².

Une étude sur l'information peut sembler difficile à concevoir hors de ces deux schèmes d'explication. Une exposition du droit positif selon les principes directeurs dont la règle particulière ne serait qu'une hypothèse d'application est censée conduire à une systématisation de la matière. L'analyse pourrait autrement être ordonnée selon le recours à

¹ Ainsi qu'on a pu l'écrire dans un travail mettant en œuvre une approche fonctionnelle de la règle de conflit de lois, « [e]n se proposant de rechercher la fonction de la règle de conflit de lois, la présente étude n'envisage cette règle ni d'un point de vue sociologique, ni en vue d'une analyse téléologique », H. MUIR-WATT, *La fonction de la règle de conflit de lois*, Thèse Paris II, 1985, I, I. Selon les mots du même auteur, dans le cadre d'une analyse selon la fonction de la règle, « l'objet propre de la recherche projetée est l'activité, prise en tant que telle, de la règle de conflit », I, I. Saisir l'information dans la multitude de ses expressions positives, tel est également l'objectif recherché par le biais du recours au concept de fonction. Il permet en principe d'apprécier les expressions de la règle au-delà des finalités auxquelles celle-ci est censée répondre. Il n'est toutefois pas évident de conduire une étude selon les fonctions de la règle ou de l'un de ses éléments sans faire intervenir au moins à la marge une évocation de ses finalités. L'on voit ainsi dans le travail précité poindre cette difficulté. L'auteur énonce en effet qu'« [i]l s'agira de vérifier que les moyens spécifiques dont dispose la norme de conflit, du fait de sa structure et de son mécanisme particuliers, la rendent apte à remplir de la façon la plus satisfaisante, *le but qu'on lui assigne* » (nos italiques), II, I.

² Par convention, on admettra ici la distinction suivante. Les objectifs s'entendent du résultat attendu de l'application des règles en considération des finalités politiques déterminées par l'auteur de la norme. L'objectif opère donc en amont et en aval de l'édiction et de la mise en œuvre de la règle de droit et se profile donc comme son résultat social attendu. L'objectif relève donc du politique plus que du juridique mais intègre l'ordre juridique lorsqu'il s'exprime sous forme de principes directeurs présidant au développement d'un corps de règles appliquées à une matière déterminée. Au contraire de l'objectif qui exprime un choix politique en faveur de la recherche d'un certain effet conditionnant le contenu de la règle, le principe intègre l'ordre juridique en dépit de sa généralité et de son indifférence à la spécificité d'une situation litigieuse appelant une solution juridique car il permet de rendre compte des dispositions des règles particulières et en détermine le sens de mise en œuvre. En somme, le principe irrigue la règle dans sa lettre et en indique l'esprit aux fins de son application. Le principe directeur du droit financier s'entend donc dans une acception non normative mais de clé d'exposition des évolutions du droit positif.

l'analyse économique. En plaçant au cœur de la réflexion non plus la nature juridique de l'information mais sa valeur pour fonder des décisions rationnelles entre agents économiques entreprenant de maximiser leur utilité, l'analyse économique serait la seule méthode permettant d'aborder l'information en considération de ses fonctions intellectuelles.

52. Cette alternative binaire ne permet pas de réaliser correctement une analyse juridique rigoureuse de l'articulation entre les différents pans du droit financier étudiés. En premier lieu, il n'est pas satisfaisant de cantonner l'analyse juridique de l'information à sa seule systématisation d'après les principes de développement du droit financier. Dès lors que celle-ci s'inscrit comme élément de la norme de manière prégnante dans l'ensemble d'un domaine du droit comme c'est le cas en droit financier, on ne peut exclure que son étude puisse être ordonnée de manière différente. L'information est au croisement de l'ensemble des idées directrices du droit financier qualifiées de principes en doctrine. En second lieu, l'analyse économique suppose l'emploi de critères étrangers à l'analyse juridique traditionnelle. Outre les incertitudes fondamentales dont ils sont affectés, tels celui de l'efficience, ils postulent des comportements fondés sur des modèles qui substituent au bon père de famille l'agent économique rationnel sans que les conclusions ne gagnent en précision.

La démarche proposée procède donc d'un double refus. Refus de la systématisation, inapte à appréhender l'information dans la pluralité de ses expressions positives selon les principes directeurs de la matière ; refus du *pis-aller* économique comme fondement de l'analyse juridique de la cohérence du dispositif à partir des effets attendus de l'information. Le présent travail s'inscrit ainsi en opposition avec la tentation d'une présentation construite sur les principes (A) comme sur le recours aux instruments forgés par l'analyse économique et plus spécialement du critère d'efficience qui ont aujourd'hui pris la valeur de véritables objectifs du droit financier (B).

A. La tentation d'une analyse fondée sur les principes directeurs du droit financier

53. La doctrine s'est efforcée d'établir quels peuvent être les principes directeurs du droit financier développés autour des concepts de marché réglementé puis de système multilatéral de négociation qui servent de cadre à la conclusion des contrats sur instruments financiers¹. On dénombre ainsi au titre de ces principes directeurs la sécurité, la transparence, l'intégrité, l'égalité et l'équité². On sait qu'il convient de distinguer plusieurs significations au sein de la

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 21, p. 22 : « Étant observé que ces concepts se rapprochent dans leur définition comme ils sont définis comme des systèmes multilatéraux permettant la rencontre de multiples intérêts acheteurs et vendeurs en vue de la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers ».

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 21 et s., p. 22.

notion de principe juridique¹. On se bornera à rappeler qu'au-delà de la possibilité d'une application directe d'un principe comme norme permettant la résolution d'un litige², le principe est aussi envisagé comme un fondement de la règle, ce à quoi invite le qualificatif « directeur », ainsi que comme « *un moyen commode de représentation du droit positif* » ou « *des propositions d'ordre exclusivement conceptuel et nullement normatif* »³, pour reprendre les termes d'OPPETIT. En vérité, les principes directeurs du droit financier doivent s'entendre dans cette double acception de fondement de la règle affichée par les instances normatives, comme de notion de compte-rendu permettant à l'analyste de dégager un mouvement d'ensemble du droit positif. Ils n'ont pas vocation en revanche à constituer un fondement normatif permettant de résoudre un problème juridique ou de trancher un litige puisqu'ils ne présentent en eux-mêmes aucune dimension prescriptive⁴.

54. L'étude de l'information ne saurait à notre sens être conduite par référence à de tels principes que l'on pourrait qualifier selon la classification établie par un auteur de « *principes d'ontologie, ou d'explication de ce qui est* »⁵. En effet, ceux-ci, tels qu'affichés par les

¹ Au-delà de la difficulté théorique essentielle posée par la notion, consistant à établir les critères de normativité du principe, celle-ci est en effet utilisée dans le langage juridique pour désigner autre chose qu'une norme juridique spécifique. La réflexion a été renouvelée par l'article de J. BOULANGER, « Principes généraux du droit et droit positif », in *Le droit privé français au milieu du XXe siècle – Études offertes à Georges RIPERT*, t. 1, L.G.D.J., 1950, dans lequel celui-ci suggère une différenciation entre principes et règles juridiques dans les termes suivants : « Une règle juridique est générale en ce qu' « elle est établie pour un nombre indéterminé d'actes ou de faits ». Mais, sous un certain rapport, elle est spéciale, en ce qu'elle *ne régit que tels actes ou tels faits* ; elle est édictée en vue d'une situation juridique déterminée. Un principe, au contraire, est général en ce qu'il comporte une *série indéfinie d'applications* », n° 5, p. 55. Pour la discussion occasionnée par cette proposition et une évocation des études consacrées aux principes, P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, préf. J.-L. SOURIOUX, éditions Panthéon Assas, 1999, n° 94 et s., p. 87 ; v. dans le même ouvrage, les propositions de cet auteur relatives aux « critères du principe », n° 354 et s., p. 309. La question ne saurait être considérée comme définitivement résolue. Une consultation de deux manuels de référence d'introduction laisse à penser que les auteurs identifient les principes avec leurs expressions positives sans établir la cohérence interne à la notion de principe normatif : F. TERRÉ, *Introduction générale au droit*, 8^e éd., Dalloz, 2009, n° 340 et s., p. 276 ; P. MALINVAUD, *Introduction à l'étude du droit*, 13^e éd., Litec 2011, n° 182, p. 162. Pour une réflexion d'ensemble, P. MORVAN, *Le principe de droit privé*, préf. J.-L. SOURIOUX, éditions Panthéon Assas, 1999, qui, s'efforçant de déterminer les caractères du principe comme norme, le distingue du principe d'ontologie et du principe logique, n° 2 et s., p. 3. V. égal. A. JEAMMAUD, « De la polysémie du terme « principe » dans les langages du droit et des juristes », in *Les principes en droit*, dir. S. CAUDAL, Economica, 2008, p. 49 et s.

² V. les exemples donnés par B. OPPETIT, « L'ascension des principes généraux : l'exemple du droit international privé », in *Droit et modernité*, PUF, 1998, spéc. p. 85 et s. ; pour une analyse de l'application des principes généraux en droit privé, F. ZENATI-CASTAING, « Les principes généraux en droit privé », in *Les principes en droit*, dir. S. CAUDAL, Economica, 2008, p. 257-273.

³ B. OPPETIT, « L'ascension des principes généraux : l'exemple du droit international privé », in *Droit et modernité*, PUF, 1998, p. 83-84. Égal., J. BOULANGER, « Principes généraux du droit et droit positif », préc., qui observait que, outre la référence faite aux principes comme fondement du droit (n° 2, p. 52-54), « [l]e mot « principes » est choisi pour annoncer un effort doctrinal de synthèse. En un sens un peu différent, mais voisin, il est également utilisé pour désigner l'exposé de l'ensemble des règles qui composent le droit positif, ou tout au moins une discipline déterminée. Il traduit un effort de construction : l'exposé est conduit suivant une certaine méthode ; les développements s'ordonnent autour d'idées maîtresses », n° 3, p. 54.

⁴ À l'exception du principe d'égalité des actionnaires, expressément proclamé par l'article L.433-1, I COMOFI et du principe d'égalité des compétiteurs, aujourd'hui inscrit à l'article 231-3 RG AMF, en matière d'offres publiques.

⁵ P. MORVAN, *op. cit.*, n° 3 et s., p. 4 : « Dans leur acception ontologique, les « principes » expliquent ce que sont toutes ces choses [matérielles, sensibles, physiques, immatérielles, supra-sensibles, métaphysiques], à commencer par celles qui sont les plus inaccessibles à la compréhension humaine, métaphysiques » et, n° 10,

instances normatives et dégagés par la doctrine ne sauraient rendre compte avec précision de l'articulation des différents pans du droit financier dans lesquels intervient l'information, ni des multiples qualifications auxquelles celle-ci répond en la matière. Sauf à s'en tenir à un catalogue de principes au titre desquels l'information est jugée également centrale et nécessaire à la réalisation de chacun, l'analyse fondée sur les principes ne saurait permettre de réordonner la matière et de chercher une quelconque cohérence non plus dans les fondements de la matière mais dans la méthode utilisée. En effet, les principes de sécurité, d'intégrité, de transparence ou encore d'égalité peuvent tous être reconduits à l'exigence de développer et de standardiser l'accès à l'information relative aux instruments financiers, sans que cela ne permette à l'observateur d'établir avec plus de précision la manière dont s'articulent les différents pans du droit financier qui tendent à réaliser une telle exigence. Une fois formulé le constat quantitatif de l'abondance des dispositifs ayant pour objet d'organiser l'information des opérateurs dont l'activité comporte des transactions sur instruments financiers, il paraît difficile de construire une présentation des règles en cause en précisant le rapport qui les unit aux principes précédemment évoqués. Si le développement de l'information répond à l'ensemble des principes du droit financier, c'est la multiplicité de ses expressions positives que ce travail tend à saisir et à organiser. Or, l'interaction des principes empêche par exemple de préciser dans quelle mesure la discipline des abus de marché tient à la préservation de l'intégrité du marché ou à celle de l'égalité d'accès à l'information des opérateurs. Ce n'est donc pas des principes directeurs de la matière dont il faut partir afin de mener une analyse transversale de l'information en droit financier mais de l'« objet information » lui-même. Ce travail n'a en effet pour ambition que d'organiser la présentation des règles tendant à instituer une discipline de la connaissance inhérente à la matière.

Afin d'écartier toute tentation d'une analyse fondée sur les finalités prêtées aux règles d'information en droit des instruments financiers, c'est également l'objectif économique de bon fonctionnement du marché, reposant sur le critère de l'efficacité, qui doit être récusé comme cadre d'analyse du dispositif.

p. 10 : « En définitive, les principes demeurent le vocable privilégié pour désigner le résultat, l'objet de toute activité de connaissance de l'être ». A ce titre, on se démarquera de la conclusion de l'auteur au sujet des principes d'ontologie dont il affirme que la neutralité qui leur est attachée n'est pas préservée dans la littérature juridique (n° 10, p. 10). S'il faut convenir que le droit n'est pas la science du droit car « l'activité de création du droit, d'édiction des normes n'est pas l'activité de rationalisation et de systématisation du droit, qui prend des normes déjà posées comme objet » (n° 31, p. 35), on doit pourtant admettre que la « science du droit » a abondamment recours au vocable de principe à des fins de pure synthèse et d'organisation du droit positif et non dans une stricte acception normative.

B. La tentation de l'analyse fondée sur l'objectif économique d'efficience

55. Selon une formule de Carbonnier, « *il n'existe pas une épistémologie supérieure qui réglerait les conflits de compétence entre disciplines (comme le droit international privé règle les conflits de lois)* »¹. Cette affirmation, qui émane d'un auteur dont l'application à défricher les domaines du savoir les plus variés pour aboutir à une compréhension plus fine du juridique est bien connue, ne saurait être interprétée comme une objection de principe à la pluridisciplinarité. Elle constitue cependant une invitation à la prudence pour le savant qui se piquerait de vouloir penser l'interaction des disciplines et des valeurs en termes de compétence exclusive ou, au contraire, de hiérarchie. Ainsi, l'écueil est double et le passage étroit entre la prétention à la compréhension d'un ensemble de phénomènes par un prisme disciplinaire unique pour le spécialiste d'un champ du savoir quelconque et l'attitude opposée de soumission à un domaine inconnu comme modèle d'explication d'un problème donné. C'est à cette deuxième difficulté que semble se heurter le juriste en droit financier qui, en mal de compréhension des nécessités économiques, fonde néanmoins l'explication des évolutions normatives par une référence constante aux concepts économiques. Le développement du traitement juridique de l'information en droit positif exprime un retour à l'âge magique, du fait de la référence constante à des mécanismes et des notions que le juriste ne questionne pas suffisamment, faute de les appréhender correctement, mais qu'il utilise comme légitimation première de son discours. Ainsi en va-t-il de l'affirmation selon laquelle la règle de droit intervient en matière financière pour contribuer au fonctionnement efficient des marchés financiers².
56. En effet, en droit financier, les juristes rendent trop fréquemment compte des évolutions de la matière en évoquant des théories microéconomiques sans en analyser en détail les implications et incertitudes fondamentales et en se fondant sur des concepts, tels celui d'efficience, qui ne sont en réalité utilisés que de manière idéologique comme instrument de légitimation du discours³, que celui-ci soit hostile ou favorable à telle ou telle évolution du droit positif. De façon essentielle, la recherche d'efficience devient synonyme de bon

¹ J. CARBONNIER, *Sociologie juridique*, PUF, 2004, p. 152. L'analogie avec le droit international privé est frappante car elle repose sur la loi applicable plutôt que sur les juridictions compétentes, faisant en cela d'une discipline une loi. La loi ne semble pas entendue ici dans son acception traditionnelle en droit de commandement, mais bien plutôt dans celui utilisé pour établir des découvertes dans le domaine des sciences naturelles, de nécessité causale. Chaque discipline est ainsi présentée comme un univers porteur de ses propres contraintes logiques et démonstratives.

² Un recensement de la fréquence du recours à cet argument d'autorité fondé sur les effets supposés de la règle pour en justifier le contenu est tout bonnement impossible.

³ Comp. en droit bancaire B. REMY, « Efficacité économique et droit bancaire », in *L'efficacité économique du droit*, dir. S. BOLLÉE, Y.-M. LAITHIER, C. PÈRES, *Economica*, 2010, p. 108 : « En effet, dès lors que l'on dénie une légitimité « scientifique » aux instruments économiques nécessairement empreints de subjectivité, il n'est plus possible de masquer la partialité des destinataires de la norme juridique ou de leurs représentants à qui l'on confierait le rôle de déterminer le sens exact de la norme juridique ».

fonctionnement du marché, jusque dans les considérants des directives en matière financière¹, du fait de la référence constante à l'idée d'un marché financier intégré et efficace. Si l'efficacité économique renvoie à l'idée « *d'appréciation de l'adéquation du moyen employé à la fin poursuivie* »², la référence à l'efficacité dans les directives renvoie plus précisément à l'efficience en ce qu'elle suppose de la part des instances normatives un « *jugement sur le caractère approprié ou proportionné du moyen. Le terme "efficient" revêt donc un sens propre lorsqu'il qualifie « un moyen qui atteint le résultat souhaité au moindre coût* »³. Si c'est bien l'efficacité économique qui est recherchée, c'est l'efficience qui constitue l'objectif véritable de l'auteur de la norme en même temps que le critère dans le choix du procédé auquel il recourt⁴. À l'instar du droit de la concurrence, le droit financier est fréquemment présenté comme la consécration par l'ordre juridique de théories économiques, sans qu'il soit évident de présenter de manière univoque leur interaction⁵. Cela est particulièrement vrai en relation à l'exigence de mise à disposition de l'ensemble des intervenants d'une information exhaustive et de qualité permettant la juste formation d'un prix dans les conditions d'un marché transparent. L'efficience des marchés financiers constitue la formule incontournable de description d'un développement tendanciellement stable et profitable pour l'économie des activités financières.

57. On voit donc que l'efficience se présente comme un canon d'évaluation du bon fonctionnement d'un marché, de même qu'un objectif à atteindre par les instances normatives qui entreprennent une action sur les marchés d'instruments financiers par le biais de la règle de droit. Sans anticiper à l'excès, il est ainsi possible de trouver dans l'association même du terme d'efficience avec les marchés financiers une double signification : instrument de mesure susceptible d'une traduction en degrés comme expression d'un *devoir être* lié à un

¹ Considérants 2 de la Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), JOUE, 12.4.2003, L.96/16. ; 10 de la Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, JOUE, 31.12.2003, L. 345/64 ; 1 Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, JOUE, 31.12.2004, L. 390/38 ; 5 de la Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, JOUE, 30.4.2004, L.145/1.

² Y.-M. LAITHIER, *Étude comparative des sanctions de l'inexécution du contrat*, préf. H. MUIR-WATT, L.G.D.J., 2004, n° 8, p. 20, cité par C. PÉRÈS, « Rapport introductif », in *L'efficacité économique en droit*, dir. S. BOLLÉE, Y.-M. LAITHIER, C. PÉRÈS, *Economica* 2010, n° 6, p. 9.

³ A.-L. SIBONY, *Le juge et le raisonnement économique en droit de la concurrence*, préf. G. CANIVET, L.G.D.J. 2008, n° 113, p. 88, note 184, citée par C. PÉRÈS, « Rapport introductif », in *L'efficacité économique en droit*, dir. S. BOLLÉE, Y.-M. LAITHIER, C. PÉRÈS, *Economica*, 2010, n° 6, p. 9.

⁴ « Une règle efficiente est donc une règle économiquement efficace lorsqu'elle permet la meilleure allocation possible des ressources », C. PÉRÈS, « Rapport introductif », in *L'efficacité économique en droit*, dir. S. BOLLÉE, Y.-M. LAITHIER, C. PÉRÈS, *Economica*, 2010, n° 6, p. 9.

⁵ v. L. VOGEL, « L'économie, serviteur ou maître du droit ? », in *Une certaine idée du droit - Mélanges offerts à André DECOCQ*, Litec, 2004, p. 605-614, l'auteur y construisant sa démonstration en droit de la concurrence autour de la dialectique envisageant l'économie comme instrument puis comme finalité du droit.

jugement de valeur, l'efficacité est un outil d'évaluation de même qu'un principe d'action¹. L'importance des enjeux économiques du droit financier paraît suffire à justifier la prise en compte des objectifs économiques poursuivis par les instances normatives comme des modèles théoriques qui les supportent. Telle ne sera toutefois pas la perspective retenue ici. S'il n'est pas question de rejeter dans son principe le recours aux théories économiques pour expliquer le développement du droit financier, et encore moins d'adresser à l'analyse économique le reproche fondamental consistant à réduire l'Homme à sa seule efficacité économique², ce travail entend établir que la compréhension de la matière peut être ordonnée sans avoir égard de façon systématique aux effets supposés ou constatés de la règle de droit. En outre, c'est la faible valeur opératoire de la notion d'efficacité qui invite à la prudence en la matière.

Critère général de mesure des effets économiques de la règle juridique dans le cadre de l'analyse économique du droit (1), l'efficacité est également la notion autour de laquelle s'est construite la théorie financière des marchés efficients (2). Ces deux significations seront successivement évoquées en précisant pour quelle raison aucune d'entre elles ne saurait servir de cadre à une étude consacrée à la cohérence du dispositif dans une perspective purement juridique.

1. L'efficacité allocative, critère de l'analyse économique du droit

58. Pour le juriste, l'efficacité économique constitue avant tout un critère de l'analyse des effets de la règle de droit sur la répartition et l'exploitation de ressources déterminées. Dans cette acception, l'efficacité se voit qualifiée d' « allocative » ou d' « allocationnelle ». Un marché sera ainsi dit efficient au plan allocationnel s'il « *est capable d'orienter les fonds vers les emplois les plus productifs et contribue ainsi à un développement satisfaisant de l'économie* »³.

¹ Sur la double fonction normative et positive ou descriptive de l'analyse économique fondée sur le critère d'efficacité, R. POSNER, *Economic analysis of Law*, 7th ed., Aspen Publishers, 2007, p. 24-26 ; pour une exposition en langue française de la différence entre analyse positive et analyse normative, A. OGUS et M. FAURE, *Économie du droit : le cas français*, éditions Panthéon Assas, 2002, p. 28 et s. ; M. BLAUG, "The Distinction Between Positive and Normative Economics", from *The Methodology of Economics : or, How Economists Explain*, Cambridge University Press, 1980, p. 112-134

² B. OPPETIT, « Droit et économie », in *Droit et modernité*, PUF, 1998, p. 181.

³ P. GILLET, *L'efficacité des marchés financiers*, 2^e éd., Economica, 2006, p. 7 ; On rappellera simplement ici que la méthode consistant à étudier l'ensemble des domaines du droit en considération des effets de la règle en termes d'allocation des richesses a été systématisée, suite à l'article fondateur de R. Coase (« The Problem of Social Cost », *Journal of Law and Economics*, vol.3, 1960, p. 1), par le professeur Richard Posner dans son ouvrage d'ensemble *Economic Analysis of Law*, 7th ed., Aspen Publishers 2007. Sur les origines historiques et le développement du courant de l'analyse économique du droit, E. MACKAAY, « La règle juridique observée par le prisme de l'économiste – Une histoire stylisée de l'analyse économique du droit », *RIDE* 1986, vol.1, p. 44 et, dans l'ouvrage du même auteur écrit avec S. ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, Dalloz, 2008, p. 7 et s.

59. La difficulté provient de ce que le contenu du critère d'efficience comme instrument de mesure du niveau de répartition qu'engendre la règle de droit fait l'objet de plusieurs analyses par les économistes eux-mêmes. De l'efficience envisagée selon la recherche de l'optimum de Pareto doit être distinguée l'efficience Kaldor-Hicks¹. Une situation est dite efficiente selon l'optimum de Pareto lorsqu'il n'est plus possible d'accroître l'utilité d'un agent économique sans réduire corrélativement celle d'au moins un autre. En somme, une modification de l'état général du niveau de répartition réalisée par la règle de droit n'est optimale qu'à la condition qu'elle n'engendre de perte d'utilité pour aucun agent². L'efficience est autrement conçue selon le critère Kaldor-Hicks. La règle de droit sera dite efficiente dans la mesure où les gains d'utilité qu'elle génère pour certains agents sont suffisants à compenser la baisse du niveau de satisfaction qui en résulte pour d'autres agents, en laissant perdurer une richesse résiduelle³. En somme, selon le critère de Pareto, la situation est dite efficiente si aucun agent affecté par la règle de droit, individuellement considéré, ne perd, alors qu'en fonction du critère Kaldor-Hicks, l'efficience est appréciée de manière collective en ce que seule compte l'augmentation du niveau général d'utilité de la société. L'efficience est atteinte dans la mesure où la modification obtenue permet de compenser les pertes d'utilité subies par certains agents grâce à la hausse de satisfaction des autres.
60. Les objections au recours à l'analyse économique du droit dans ce travail sont de trois ordres. En premier lieu, comme pour tout autre domaine, l'analyse économique suppose de mettre en œuvre un critère de maniement délicat dans le cadre d'un travail juridique du fait qu'il ne fait pas l'objet d'un consensus chez les économistes. La détermination du critère d'efficience pose un problème général à la mise en œuvre de l'analyse économique. En évaluant la bonne allocation des ressources financières, à qui doit-on avoir égard ? Aux investisseurs ? Aux entreprises ? Aux marchés ? À l'ensemble des opérateurs susceptibles d'être affectés par les activités financières ? Simple question qui ne reçoit à notre sens aucune réponse certaine. Les incertitudes qui entourent le contenu et la mise en œuvre du critère conduisent à y voir, davantage qu'un élément neutre d'évaluation des répercussions économiques de l'action de la règle de droit⁴, une justification d'opportunité applicable à un corps de règles pour des raisons de politique économique bien plus que de nécessité économique.

¹ Le professeur Richard POSNER dans son ouvrage d'ensemble *Economic Analysis of Law*, 7th ed., Aspen Publishers 2007, p. 12-13; A. OGUS et M. FAURE, *Économie du droit : le cas français*, éditions Panthéon Assas 2002, p. 37 et s.

² A. OGUS et M. FAURE, *Économie du droit : le cas français*, éditions Panthéon Assas 2002, p. 37 : « Un changement dans la répartition des ressources est efficient, au sens de Pareto, si le bien-être d'au moins un individu est augmenté et si aucun autre individu ne souffre d'une diminution de son bien-être ».

³ A. OGUS et M. FAURE, *Économie du droit : le cas français*, éditions Panthéon Assas 2002, p. 39 : « Un changement dans la répartition des ressources est efficient, au sens de KALDOR-HICKS, lorsque le bien-être des individus qui réalisent des gains, est augmenté suffisamment pour qu'ils puissent en principe indemniser ceux qui subissent des pertes et profiter encore de leurs gains ».

⁴ Comp. au sujet de l'analyse du droit bancaire, B. REMY, « Efficacité économique et droit bancaire », in *L'efficacité économique en droit*, dir. S. BOLLÉE, Y.-M. LAITHIER, C. PÉRÈS, *Economica* 2010, n° 18, p. 100 : « Il semble, cependant, que c'est davantage une connaissance imparfaite des limites des sciences économiques

En second lieu, l'application du critère d'efficacité allocative au traitement juridique de l'information dans son ensemble en droit financier ne saurait être fructueuse sans avoir identifié toutes les règles en cause et entrepris d'en établir l'articulation. Si elle peut être menée à des fins purement descriptive ou normative selon les cas, il faut au préalable nécessairement établir la réalité d'une construction d'ensemble dans l'ordre juridique pour en évaluer les effets. En somme, l'analyse économique ne saurait rendre compte de manière globale de l'objectif de bonne allocation des ressources sans que le juriste n'ait d'abord fait en sorte de penser l'articulation des procédés tendant à la réalisation d'un tel objectif. Une fois l'objectif de bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers établi, c'est l'ensemble des dispositifs normatifs tendant à le réaliser qui doit être organisé par le juriste avant toute appréciation économique. Notre travail se situe donc en amont de l'analyse économique à des fins normatives d'amélioration de l'ordre juridique. La question soulevée par ce travail ne porte pas sur les résultats atteints mais sur la cohérence des procédés orientés à l'obtention de tels résultats.

Enfin, l'analyse économique présente une spécificité en droit financier. L'efficacité allocative y est pensée à partir d'une hypothèse résultant de théories financières. L'instrument de l'efficacité allocative est constitué par une autre acception de l'efficacité, dite informationnelle¹. L'analyse économique du droit financier en relation au traitement juridique de l'information suppose le maniement d'une théorie économique dite « *des marchés efficaces* »², essentiellement élaborée sous forme de modèles mathématiques. Il convient à présent d'évoquer l'efficacité informationnelle sur laquelle repose cette théorie.

2. L'efficacité informationnelle, finalité de la théorie des marchés efficaces

61. L'efficacité n'est pas seulement l'instrument de mesure de la répartition des ressources³. En économie financière, elle renvoie à un concept ayant à la fois valeur de critère et de modèle

qui empêche les normes juridiques de remplir de manière plus satisfaisante leur office ». L'auteur note encore, à propos du modèle d'individu rationnel et intéressé que serait l'*homo oeconomicus*, que « Le modèle proposé est sous-exploité puisque l'on constate que l'analyse des effets des règles juridiques menée dans le cadre de l'analyse économique du droit est toujours partielle. Selon ce modèle, en effet, l'auteur de normes juridiques, comme l'analyste économique du droit, devrait s'interroger à la fois sur l'ensemble des effets, positifs et négatifs, d'une norme donnée, dans un premier temps, et le comparer à l'ensemble des effets des autres règles concevables, dans un second temps. Or, ni le premier temps – l'appréciation de l'ensemble des effets –, ni le second temps – la comparaison avec les autres moyens, les autres règles concevables – ne sont généralement présents dans les analyses économiques du droit bancaire », n° 18, p. 100.

¹ E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2^e éd., Dalloz 2008, n°1993, p. 552 : « L'efficacité de répartition nécessite que le marché soit efficace sous l'angle opérationnel et informationnel ».

² V. en français, E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, *op. cit.*, n° 1989 et s., p. 551.

³ A. BIENAYMÉ, « Droit et économie : *Je t'aime moi non plus* », in *Études de droit privé - Mélanges offerts à Paul DIDIER*, Economica, 2008, p. 11, dans lequel l'auteur évoque, à côté de l'efficacité allocative, les efficacités productive, dynamique et sélective, p. 16-17 : « Ainsi l'efficacité productive montre comment la pression de la concurrence incite les entreprises à rechercher le coût le plus bas, essentiellement par les

dans le cadre de la théorie des marchés efficients¹. Cette théorie renvoie alors à « *l'efficience informationnelle, pour laquelle à tout moment le cours boursier reflète toute l'information disponible concernant la vie de la firme ainsi que l'influence des événements sur les performances futures de la firme* »². La théorie des marchés efficients se présente comme un modèle intellectuel d'identification de l'intégration de l'information dans la formation des prix résultant de la rencontre de l'offre et de la demande d'instruments financiers. Elle est ainsi la traduction en matière financière du modèle walrasien de concurrence pure et parfaite³, en replaçant l'accès à l'information en condition de la bonne allocation des ressources financières⁴. Elle fait l'objet d'une présentation par degré depuis la systématisation faite par Fama⁵ d'après la définition suivante : « *Un marché est dit efficient si et seulement si l'ensemble des informations concernant chaque actif financier coté sur ce marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif* »⁶. Il en découle plusieurs conséquences selon l'analyse d'un auteur qu'il convient de reproduire : « *En premier lieu, on peut remarquer que l'efficience ne concerne pas uniquement les marchés d'actions : tous les marchés et tous les types d'actifs financiers sont concernés, qu'il s'agisse des marchés d'actions, d'obligations, des marchés conditionnels (marchés à terme, marchés d'option), des marchés de matières premières ou des marchés de changes. En deuxième lieu, pour que l'information soit intégrée dans les cours de façon instantanée, il est nécessaire que cette information soit diffusée de manière simultanée à l'ensemble des agents économiques concernés. En troisième lieu, dans la mesure où la correction des prix à l'apparition d'une nouvelle information est instantanée, aucun investisseur ne pourra être en mesure de tirer parti de cette information pour réaliser un profit. De plus, aucun investisseur ni aucun analyste ne peut prévoir de façon certaine*

économies d'échelle et en réorganisation l'outil de production. L'efficience dynamique se mesure pour sa part aux gains de productivité provenant de l'innovation, de l'exploitation des brevets et de la recherche-développement. Enfin, l'efficience sélective moins souvent invoquée – car elle semblait aller de soi en concurrence pure et parfaite –, désigne l'aptitude du système à choisir les dirigeants les mieux capables d'exercer leur mission ». L'efficience est encore dotée d'autres significations et ne se limite pas, en matière financière, à établir la mesure de la « mission première » du marché financier « qui est de permettre l'allocation optimale du capital ». M. PRADA, intervention aux actes du colloque sur le *Bicentenaire du Code de commerce 1807-2007*, Dalloz, 2008, p. 441.

¹ P. GILLET, *L'efficience des marchés financiers*, 2^e éd., Economica, 2006 ; pour une évocation succincte de la théorie dans ses grandes lignes, H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec 2001, n° 503 et s., p.480 et n° 1012 et s., p. 903

² P. GILLET, *L'efficience des marchés financiers*, 2^e éd., Economica, 2006, p. 7. Cet auteur précise encore que « la condition la plus importante pour que soit réalisée une bonne allocation de fonds est l'existence de l'efficience informationnelle (...). C'est d'ailleurs à l'efficience informationnelle que l'on se réfère généralement lorsque l'on parle d'efficience des marchés », p. 8. Cet auteur distingue encore des efficacités allocationnelle et informationnelle « l'efficience dite opérationnelle, selon laquelle les intermédiaires financiers mettent en relation de manière satisfaisante les offreurs et les demandeurs de capitaux et ce, au coût le plus faible tout en retirant une juste rémunération », *ibid.*

³ P. GILLET, *L'efficience des marchés financiers*, 2^e éd., Economica, 2006, p. 9 : « La théorie des marchés efficients apparaît comme une traduction financière de la notion de marchés purs et parfaits ».

⁴ Question introduite et développée par F. A. Hayek, *The use of knowledge in society*, Am. Eco. Rev. Sept 1945, Vol 35

⁵ E. E. FAMA, « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work » : 25 *Journ. of Fin.* 383 (1970)

⁶ P. GILLET, *op. cit.*, p. 10.

l'évolution des cours d'un actif financier : la meilleure prévision d'un prix futur demeure le dernier cours connu »¹.

62. La théorie des marchés efficients a ainsi vocation à décrire de quelle façon les prix d'actifs financiers reflètent l'information disponible en distinguant trois degrés de l'efficience. Le degré faible de l'efficience implique que la seule information disponible est constituée par les cours passés, ce qui n'offre que des perspectives de gain très aléatoires. Le degré semi-fort signifie que les prix des valeurs reflètent comme information disponible l'ensemble des informations publiques et actuelles, rendant impossible tout gain dès lors que l'information est transmise. Enfin, le degré fort signifie l'intégration immédiate dans les cours de l'ensemble des informations, publiques comme privilégiées. Il en résulte l'impossibilité d'obtenir un gain supérieur au prix de marché quand celui-ci est pleinement efficient². Ainsi, à titre d'illustration, il apparaît que le droit financier, en promouvant la rapide transmission de l'information et en prohibant les opérations sur la base d'informations privilégiées non intégrées dans les cours, vise à réaliser la forme forte de l'efficience³.
63. L'efficience informationnelle se profile donc comme le procédé permettant la réalisation de l'efficience allocative des ressources sur les marchés financiers. En somme, un marché financier efficace est un marché permettant une allocation optimale du risque financier du fait que les agents économiques qui y interviennent ont été suffisamment informés. Il semble alors que l'on soit conduit par la force des choses à conclure à l'efficience des marchés financiers si l'on assimile l'efficience au niveau d'information du marché. L'information devient son propre référentiel d'évaluation. Si les marchés efficients sont ceux sur lesquels l'information disponible est abondante et intègre la formation du prix, alors, les règles ayant vocation à promouvoir l'information sont nécessairement efficaces en elles-mêmes au plan informationnel !
64. Cette hypothèse est délicate à mettre en œuvre pour établir une analyse juridique de la discipline de l'information par le droit financier pour deux raisons. D'un point de vue pratique, l'information, pour essentielle qu'elle soit au développement des activités financières, n'est pas en elle-même de nature à prévenir de manière absolue la mauvaise allocation des ressources financières ni à empêcher la réalisation des risques financiers. La règle de droit se borne à la rendre obligatoire et à en déterminer le contenu et les modalités de transmission mais ne peut directement en assurer le traitement par les destinataires qui se

¹ *Ibid.*

² H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, Litec, 2001, n° 1013, p. 905. En somme, en raison de son aptitude fonder l'accord sur un prix, l'information est présentée dans la gradation de l'efficience comme la condition d'une plus ou moins forte liquidité du marché. La liquidité peut se définir comme la faculté qu'a un opérateur de disposer à un juste prix d'une valeur mobilière sans qu'il résulte de cette opération un écart anormalement sensible des cours ou un blocage du marché. Sur cette notion, H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, *op. cit.* n°5 04, p.481.

³ B. BERGMANS, *Inside information and securities trading, A legal and economic analysis of liability in the USA and European Community*, Graham and Trautman, 1991.

trouvent confortés dans leur liberté de prendre de « mauvaises décisions » du fait de leurs limitations cognitives. Si l'information est appréhendée comme l'instrument de prévention et de réduction du risque financier par la connaissance qu'elle en assure, elle ne confère aucune prise directe sur le risque économique lui-même. Elle se borne à en faire état, de façon à prévenir le fait que sa réalisation soit de nature à fonder la mise en cause de la responsabilité juridique d'un émetteur, d'un intermédiaire ou d'une contrepartie. Comme élément ou enjeu de la règle de droit, l'information a essentiellement un effet de répartition du risque juridique associé à l'éventuelle réalisation du risque financier. Dûment informés, les investisseurs peuvent exercer leur liberté contractuelle en s'exposant à un risque financier. L'information constitue en somme une condition juridique à la prise de risque financier.

65. D'un point de vue théorique, c'est la relation même de l'efficacité informationnelle avec l'efficacité allocative qu'elle poursuit tendanciellement qui devrait être discutée¹, question décisive, certes, mais qui fait alors sortir du droit et rentrer de plein pied dans l'articulation des significations du critère purement économique d'efficacité. Or, sur cette question, c'est aux incertitudes des spécialistes de l'analyse économique du droit eux-mêmes que l'on se heurte. En effet, pour n'en donner qu'une illustration, la pertinence d'un dispositif impératif de communication d'informations (*mandatory disclosure*) à la charge des émetteurs d'instruments financiers fait encore l'objet de nombreuses discussions entre partisans de la *disclosure philosophy* et les dérégulateurs, convaincus de l'aptitude du marché comme ordre spontané à générer lui-même l'information nécessaire aux rapports entre agents², dont les plus éminents appartiennent à l'école de Chicago³. En somme, ce n'est pas tant les conflits de conceptions que les incertitudes qu'ils engendrent aux fins de l'appréciation du droit positif qui nous conduisent à nous démarquer d'une analyse fondée sur l'analyse économique.
66. En conclusion, le recours au critère de l'efficacité comme objectif du droit financier n'est pas de nature à fonder la recherche purement juridique que ce travail se propose de mener. Efficacité allocative de la règle de droit et efficacité informationnelle des marchés sont en effet des critères d'analyse construits autour d'un même mot qui renvoie toutefois à des concepts différents. L'étude juridique de l'information sera conduite sans s'appuyer sur ce

¹ J. D. COX, R. W. HILLMAN, D. C. LANGEVOORT, *Securities Regulation – Cases and materials*, 5th ed., Aspen Publishers, 2006, p. 108.

² Sur le concept d'ordre spontané, F. A. HAYEK, *Droit législation et liberté*, 1973, préf. P. NEMO, PUF, 2007, p. 120 et s.

³ On se limitera à renvoyer à l'ouvrage de R. POSNER, *Economic Analysis of Law*, 7th ed., Aspen Publishers, 2007, p. 480 et s., spéc. p. 481 : "Capital markets are competitive, and competitive markets generate information about the products sold. Although (...) consumer product information is not always complete or accurate, it is plausible to expect the capital markets to generate abundant and, on the whole, accurate information about new issues given the presence of sophisticated middlemen – the underwriters who market new issues – between issuer and purchaser; sophisticated purchasers such as trust companies, mutual funds, and pension funds; and the many financial analysts employed by brokerage firms and by independent investment advisory services. Cognitive limitation may prevent investors and even many professionals from using information about securities sensibly, but that is not a problem to be solved by flooding them with more information".

critère d'évaluation des effets économiques de la norme. C'est au contraire sous l'angle de ses fonctions intellectuelles que l'information sera analysée.

§2. La démarche retenue, fondée sur les fonctions intellectuelles de l'information

67. Affirmer la possibilité d'une étude juridique de l'information sans s'inscrire dans une démarche systématique traditionnelle, ni s'en remettre à la confrontation du droit positif aux objectifs de politique économique qui le sous-tendent, tel est le projet entrepris dans ce travail, dont la réalisation doit être menée à partir du concept de fonction. L'objectif proposé est de faire sortir la présentation de l'information de la ornière des objectifs de politique normative qui lui sont assignés et des bienfaits économiques qui lui sont prêtés. Comme cela a été écrit au sujet de la monnaie en droit privé, l'information dans l'économie financière « *est autant un objet économique qu'un objet juridique. Ou plutôt, elle n'appartient en propre ni aux uns ni aux autres* »¹. Il convient ainsi de l'envisager comme « *quelque chose qu'il s'agit de déterminer et caractériser par son seul équilibre interne, par ses déterminations juridiques* »². Or, ce sont les fonctions intellectuelles de l'information qui en constituent l'équilibre interne.
68. Le titre donné à ce travail indique l'existence d'une corrélation entre l'information comme élément ou objet de la norme juridique et les instruments financiers. L'information y sera étudiée à partir de sa relation avec les instruments financiers, appréhendés par le droit à raison du risque qu'ils comportent. C'est, en somme, à partir de la manière dont l'information, qui constitue l'élément ou l'enjeu de la règle, est amenée à intégrer l'appréciation que le destinataire va porter sur l'instrument financier et, par contrecoup, sa décision d'investissement, que l'étude du droit positif peut être ordonnée. Le droit des instruments financiers décompose et recompose le processus intellectuel de décision d'investissement pour déterminer les destinataires de l'information, le contenu de l'information pertinente et ses débiteurs.
69. Avant d'en conduire l'étude, il faut en préciser l'enjeu. Le fait d'ériger l'information en condition juridique de la prise d'un risque financier, traduit la volonté des instances normatives³ de préserver la liberté des agents économiques qui interviennent sur les marchés financiers. En dépit du risque patrimonial associé aux instruments financiers, l'instrument de

¹ R. LIBCHABER, *Recherches sur la monnaie en droit privé*, préf. P. MAYER, L.G.D.J., 1992, n° 8 p. 7. Comp. sur le Carrefour épistémologique récemment mis en lumière entre information dans les théories microéconomiques et la théorie juridique de l'interprétation, B. DEFFAINS et S. FERREY, *Agir et juger – Comment les économistes pensent le droit*, éditions Panthéon Assas, 2010.

² R. LIBCHABER, *op. cit.*, n° 9 p. 8.

³ On entendra par là dans ce travail l'ensemble des autorités et institutions, essentiellement nationales et européennes, investies du pouvoir d'adopter des normes juridiques.

réalisation doit rester le contrat¹, c'est-à-dire l'engagement juridique contraignant à réaliser une prestation patrimoniale librement consentie. Ainsi, les fonctions intellectuelles de l'information conduisent précisément à ériger celle-ci en « ligne Maginot », permettant d'éviter le recours à des mécanismes contraignants de nature à limiter la liberté contractuelle. Les évolutions contemporaines du droit des instruments financiers illustrent d'ailleurs la multiplication de tels mécanismes au détriment de l'information, qui n'apparaît plus suffisante. On pense par exemple aux mécanismes d'offres obligatoires ou encore aux tests d'adéquation mis à la charge des prestataires de services d'investissement, ainsi qu'à la prohibition générale des opérations d'initiés, qui seront évoqués plus avant. L'enjeu de l'information est ainsi celui de la préservation de la liberté contractuelle. L'ordre juridique assure l'exercice de cette liberté en construisant l'intelligence des opérateurs à partir du traitement juridique de la transmission d'informations.

70. On formulera l'hypothèse que le recours au prisme des fonctions intellectuelles de l'information doit permet d'établir la cohérence interne du dispositif complexe et éclaté consacré à l'information en droit financier et d'en améliorer la lisibilité et l'intelligibilité. L'étude du droit positif à partir des fonctions intellectuelles de l'information permettra aussi d'analyser la manière dont elles influencent les procédés techniques utilisés par le législateur. Ainsi, complémentaire à une réflexion sur la manière dont la technique a une incidence sur le but poursuivi², le présent travail invite à interroger l'influence d'un choix de politique juridique sur les techniques retenues aux fins de sa mise en œuvre.
71. On partira du constat que l'information exigible concourt pas de manières différentes au processus de prise de décision d'investissement. À ce titre, l'information intègre la règle de droit de deux manières complémentaires. D'une part, elle décrit les caractéristiques essentielles des instruments financiers, soit le risque d'investissement qu'ils comportent pour l'investisseur. D'autre part, elle détermine l'information contextuelle permettant de déterminer l'évolution d'un tel risque dans la durée et pour l'avenir. Le droit des instruments financiers s'organise par l'articulation de deux fonctions intellectuelles essentielles de l'information.

La première, aussi traditionnelle qu'intuitive, consiste dans la promotion de l'information comme condition de connaissance de cet objet particulier de rapports d'obligations que constituent les instruments financiers. L'information répond à la nécessité de rendre compte de cet objet particulier que sont les instruments et du risque patrimonial qu'ils comportent pour les investisseurs. En droit des instruments financiers, elle réalise ainsi une fonction

¹ F. DRUMMOND, « Le contrat comme instrument financier », in *L'avenir du droit – Mélanges en hommage à François TERRÉ*, Dalloz, PUF, Juris-Classeur, 1999, n° 2, p. 662 : « Le domaine financier entretient avec le contrat d'anciennes et d'étroites relations, dans la mesure notamment où le contrat est l'instrument juridique de réalisation du marché financier ».

² R. PERROT, *De l'influence de la technique sur le but des institutions juridiques*, Sirey 1947.

proprement juridique de connaissance, condition d'exercice de la liberté contractuelle et ainsi, de prise du risque financier. Il s'agit en somme d'une fonction descriptive, purement quantitative du risque porté par l'instrument financier.

Par ailleurs, en raison du cadre de marché dans lequel intervient leur négociation, les instruments financiers ont une valeur qui est amenée à évoluer au gré des appréciations portées par le marché sur l'émetteur et sur les instruments financiers eux-mêmes. L'information répond en cela aux nécessités de fonctionnement économique propres des marchés financiers. Elle repose ainsi sur un postulat économique sous-jacent. À l'étude, il apparaît toutefois que l'hypothèse d'une information nécessaire à l'élaboration d'anticipations sur les marchés fait nécessairement l'objet d'une recombinaison par le droit. La norme juridique permet en effet de définir et de renforcer le rôle de l'information comme moyen d'anticipation de l'évolution de la valeur des instruments financiers. La discipline juridique de l'information tend ainsi à assurer sa fonction prédictive.

L'étude de l'information en droit des instruments financiers sera donc menée en distinguant les règles reposant sur sa fonction descriptive (**première partie**) et sur sa fonction prédictive (**seconde partie**).

PREMIÈRE PARTIE

LA FONCTION DESCRIPTIVE

72. Comme savoir communicable à autrui, l'information sert la connaissance d'un objet. En l'occurrence, comme objet d'informations, les instruments financiers constitue un ensemble hétérogène dont le trait commun est d'exposer l'investisseur à un risque. La finalité économique d'une telle prise de risque varie selon le type d'instruments. Il peut s'agir d'un risque d'investissement, lié à l'acquisition de titres financiers, ou d'un risque lié à la finalité spéculative ou d'arbitrage poursuivie par le souscripteur de contrats financiers. Si la finalité de la prise de risque varie, elle n'en altère pas la nature, saisie par le droit. Juridiquement, les instruments financiers sont appréhendés comme une source de risques patrimoniaux, dont on peut présenter une typologie sans qu'il soit possible d'en donner une définition juridique plus précise. Qu'ils s'agissent des titres financiers qui font l'objet d'une émission, ou des contrats financiers conclus par le biais de la souscription d'une formule-type de contrat, ils sont soumis à des risques de variation de la valeur qu'ils représentent et des risques de remboursement des créances qu'ils constatent.

Si un tel risque est nécessairement prospectif, les possibilités de sa réalisation sont inscrites dans les caractéristiques juridiques de l'instrument. Les développements qui suivent traitent de règles qui tendent à révéler le risque dont l'instrument est porteur, indépendamment des circonstances de sa négociation. Si ces règles permettent d'accéder à la connaissance d'un risque, celui-ci n'est toutefois qu'abstraitement déterminé par la description de l'instrument auquel il est attaché. L'information sert ici à décrire ce risque, par la présentation de l'instrument. La description de l'instrument constitue ainsi une information première dans le processus de décision d'investissement.

Affirmer que les instruments financiers comportent un risque, sur lequel l'information a justement vocation à éclairer les investisseurs, relève de l'évidence. C'est toutefois d'une telle évidence dont il faut partir pour établir la complémentarité de deux ensembles de règles qui servent la description du risque patrimonial attaché aux instruments financiers.

En droit positif, cette description est assurée par une double intégration de l'information aux relations contractuelles auxquelles sont parties les investisseurs. D'une part, elle résulte de la présence d'une information standardisée relative aux titres financiers, sous la forme d'un prospectus, au stade de la formation du contrat entre les émetteurs et les investisseurs, qui

invite à inscrire la réflexion dans le cadre du droit commun. D'autre part, elle fonde les règles permettant aux intermédiaires financiers de procéder à une information personnalisée des investisseurs en instruments financiers et se profile à ce titre comme l'élément d'un droit spécial des contrats de prestation de services d'investissement.

Alors qu'en relation aux offres au public et admissions aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers, l'information présente une dimension collective et standardisée, du fait de la diffusion des titres dans le public, l'information exigée des prestataires de services d'investissement se situe dans le cadre d'une relation individuelle d'intermédiation. Celle-ci constitue un relais qui forme le passage d'une information standardisée à une information personnalisée.

Si la seconde a vocation à compléter la première en relation aux titres financiers, alors que l'information due par les prestataires s'étend également aux contrats financiers, cette différence de périmètre ne modifie pas l'identité de fonction intellectuelle de ces deux informations. Celle-ci réside dans la transmission aux investisseurs des éléments leur permettant d'accéder à la connaissance abstraite du risque que comporte la décision d'investissement qu'ils projettent.

Le rapport de complémentarité qui unit ces deux ensembles de règles tient ainsi à la standardisation (**Titre I**) puis à la personnalisation (**Titre II**) du contenu et de la transmission de l'information aux investisseurs.

TITRE I

LA STANDARDISATION DE L'INFORMATION DANS LE PROSPECTUS

73. La description des titres financiers est réalisée sous une forme standardisée par le biais de la publication d'un prospectus. Certaines opérations relatives aux seuls titres financiers sont ainsi assorties d'une obligation d'information particulièrement lourde destinée à un public. Le prospectus est donc un objet d'obligation destiné à véhiculer une information collective.

Il faut alors établir à quelle nécessité répond la description standardisée des titres financiers. Associée aux opérations que sont les offres au public et les admissions aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers, l'information collective obligatoire est déterminée par son objet. Le prospectus accompagne des opérations différentes qui conduisent toutes à une diffusion dans le public de biens particuliers, les titres financiers, qui soumettent l'investisseur à un risque patrimonial. On formulera alors l'hypothèse que l'exigence de connaissance du risque porté par les instruments financiers fonde la nécessité d'une information initiale à l'occasion de la diffusion de titres financiers.

Or, si l'obligation d'établir un prospectus est attachée à divers procédés permettant aux émetteurs ou à des tiers d'offrir leurs titres financiers aux investisseurs, elle voit son domaine circonscrit de nombreuses manières par des exclusions, exemptions et dispenses. La détermination du fondement de l'obligation doit ainsi être corroborée par l'analyse de son domaine.

Ainsi, à l'analyse du fondement de cette obligation d'information collective que constitue le prospectus (**Chapitre I**) doit succéder celle de son domaine (**Chapitre II**).

CHAPITRE I

LE FONDEMENT DE L'OBLIGATION D'INFORMATION COLLECTIVE

74. L'obligation d'établir un prospectus est collective en raison de la pluralité de ses destinataires. Sa publication¹ est attachée à différents procédés de diffusion de titres financiers à un public d'investisseurs. En droit commun, une information additionnelle est fréquemment exigée pour conférer à une déclaration de volonté adressée au public la valeur d'une offre. En droit des instruments financiers, cette information initiale véhiculée par le prospectus soumet à un régime commun des opérations fort différentes entre elles, compte tenu de leur identité d'objet que constituent les titres financiers.

Or, au sens du considérant 19 de la directive prospectus, « *l'investissement en valeurs mobilières, comme toute forme d'investissement, comporte des risques* ». Le texte poursuit en mettant à la charge des États membres l'obligation de mettre en place « *des garanties visant à protéger les intérêts des investisseurs effectifs et potentiels (...) pour permettre auxdits investisseurs d'évaluer ces risques en connaissance de cause et de prendre ainsi leurs décisions d'investissement en pleine connaissance de cause* ». Entendons de la redondance de ce texte que la connaissance du risque d'investissement permet seul à l'investisseur d'émettre un consentement éclairé lors de sa prise de décision d'investissement.

Le prospectus procède donc de la conjonction de deux éléments tenant à la dimension collective des actes auxquels il est attaché et à la nécessité d'informer les investisseurs du risque attaché à l'objet de tels actes. Le prospectus tend donc à faire connaître à un public le risque attaché à des titres financiers. Juridiquement, l'identification d'un tel fondement suppose alors de s'interroger sur la qualification que doivent recevoir les différents procédés de diffusion de titres financiers auxquels l'information est attachée. Il convient, en outre, de

¹ Selon les deux premiers alinéas de l'article 212-26 RG AMF, transposant l'article 14, paragraphe 1 de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, une fois le visa délivré, le prospectus est mis à la disposition du public par l'émetteur ou la personne qui sollicite l'admission aux négociations sur un marché réglementé, le plus tôt possible et au plus tard au début de l'offre ou de l'admission. Les modalités de diffusion sont inscrites à l'article 212-27 RG AMF, transposant l'article 14, paragraphe 2 de la directive précitée, récemment modifié par l'article premier, 14) de la directive 2010/73/CE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, JOUE, L.327/1, 11.12.2010.

déterminer de quelle manière le prospectus satisfait à la fonction qui lui revient de décrire le risque attaché aux titres financiers.

L'étude juridique du fondement de l'obligation d'information collective que constitue la publication d'un prospectus conduit ainsi à l'analyser sous l'angle de la double nécessité à laquelle il répond d'informer un public (Section I) et d'informer sur un risque (Section II).

Section I : La nécessité d'informer un public

75. L'obligation légale de publication d'un prospectus paraît facile à justifier si l'on opère un rapprochement par analogie des procédés de diffusion des titres financiers avec la notion d'offre au public du droit commun. Une information précise et élaborée est en effet fréquemment exigée de l'offrant pour conférer à sa déclaration de volonté le caractère d'une offre lorsqu'elle est adressée au public.
76. Cependant, en droit des instruments financiers, l'exigence d'établissement et de diffusion d'un prospectus est liée à différents modes de diffusion de titres financiers dans le public qui ne reçoivent pas tous formellement la qualification d'offre au public. Au sens de l'article 412-1, I, alinéa premier du Code monétaire et financier, « *les personnes ou les entités qui procèdent à une offre au public de titres financiers ou à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché doivent, au préalable, publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un document destiné à l'information du public* »¹. L'exigence d'établissement d'un prospectus se rapporte donc à deux types d'opérations dont seule l'une reçoit formellement la qualification d'offre au public.
77. Cette précision étant donnée, il apparaît alors que le prospectus constitue, quelle que soit l'hypothèse, une condition de réalisation d'une opération qui suppose de permettre aux investisseurs d'acquérir des titres financiers. À ce titre, il n'est sans doute pas inutile d'évoquer la notion d'offre au public qui, dans la théorie générale du contrat, entraîne des obligations d'information supplémentaires à la charge du pollicitant (§1). Une telle évocation permettra de rendre compte de la diversité des procédés auxquels est associée l'exigence d'établissement d'un prospectus. S'il apparaît délicat de leur conférer une qualification juridique commune, ces procédés forment une catégorie en raison de leur effet commun. Ils permettent d'accéder à l'investissement par la diffusion des titres financiers dans le public (§2).

¹ L'article 211-1 RG AMF dispose que sont soumises au chapitre II du titre I du Livre II « les personnes ou entités qui procèdent à une offre au public au sens de l'article L.411-1 du Code monétaire et financier ou font procéder à l'admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers ou de tous instruments équivalents émis sur le fondement d'un droit étranger ».

§1. L'offre au public générant une obligation d'information collective en droit commun

78. L'exigence d'une information initiale en droit des instruments financiers invite à partir de la notion d'offre au public pour deux raisons. D'une part, la notion d'offre au public de valeurs mobilières d'origine européenne a aujourd'hui été accueillie dans notre droit comme offre au public de titres financiers. D'autre part, l'obligation de communiquer une information élaborée lors de l'émission de titres financiers ou de l'admission sur un marché conduit à expliquer la présence d'une obligation d'information collective par analogie avec les éléments caractéristiques des offres au public au sens du droit commun.
79. À ce titre, la jurisprudence a établi un principe d'assimilation entre les offres faites à personnes déterminées et les offres adressées au public. La Cour de cassation a en effet retenu dans un arrêt du 28 novembre 1968 que « *l'offre faite au public lie le pollicitant (...) dans les mêmes conditions que l'offre faite à personne déterminée* »¹. Cette solution de principe n'a pourtant pas suffi à décourager la doctrine de rechercher les caractères propres de certaines offres de nature à en enrichir le régime. Ainsi en a-t-il été au sujet des offres adressées au public. En effet, l'assimilation des effets de l'offre au public à ceux de l'offre à personne déterminée n'induit pas qu'il faille considérer qu'une offre au public ne produit que les effets d'une offre à personne déterminée².

Si des incertitudes perdurent encore sur la notion même d'offre au public au plan de ses destinataires (A), un lien a cependant été établi entre le caractère public de l'offre et les nécessités de l'assortir d'obligations particulières et tout spécialement d'obligations d'information, qui permette d'expliquer par analogie l'exigence du prospectus en relation aux procédés de diffusion de titres financiers (B).

A. La notion d'offre au public

80. Il convient de s'arrêter un moment sur l'équivoque dont est porteuse l'introduction en droit français de la notion d'offre au public de valeurs mobilières qui résulte de la directive 2003/71/CE. En effet, selon l'article 2, d) de la directive, une offre au public de valeurs mobilières s'entend d'une « *communication adressée sous quelque forme et par quelque*

¹ Civ.3^e, 28 nov.1968, *Bull. civ.* III n° 507, p. 389, *JCP* 1969, II, 15797, *RTD civ.* 1969, p. 348, obs. G. CORNU ; *ibid.*, p. 555, obs. Y. LOUSSOUARN

² Selon les mots d'un auteur, « si la Cour de cassation prétend que l'offre publique de contrat produit les mêmes effets que l'offre à personne déterminée, elle ne décide pas pour autant que l'offre publique ne produit que les effets de l'offre particulière », A. VIALARD, « L'offre publique de contrat », *RTD civ.* 1971, p. 754, n° 3.

moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières ». Selon la même disposition, *in fine*, « cette définition s'applique également au placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers ». Cette définition a finalement été reprise en droit français à l'article L.411-1¹ du Code monétaire et financier, avec cette différence, liée à la nomenclature des instruments financiers en droit français, qu'elle s'applique aux titres financiers et non aux valeurs mobilières.

81. Or, l'offre au public, dans un sens plus courant, constitue une offre de type particulier identifiée dans la théorie générale du contrat non à partir de ses effets mais de l'indétermination de ses destinataires. Sous l'angle de ses effets, en vertu de la jurisprudence de principe précitée², l'offre au public conduit, comme toute offre, à la formation du contrat en cas d'acceptation. Elle doit à ce titre présenter les caractères communs à toute offre que sont fermeté et précision, de nature à lier le pollicitant à l'égard de l'acceptant. En ce qu'elle est précise, elle doit être déterminée³ et ne pas comporter de réserves du fait de sa fermeté.
82. La spécificité de l'offre au public provient alors de ce qu'elle s'adresse à une pluralité indéterminée de destinataires susceptibles de manifester une acceptation. D'une manière générale, l'offre au public appartient à la catégorie des offres à personne indéterminée qu'on a pu définir comme « *la manifestation de la volonté de s'engager contractuellement avec une personne dont l'identité n'est pas connue* »⁴.
83. Cette définition suppose toutefois de distinguer deux situations. Dans un premier cas, l'offre au public consiste dans la déclaration rendue publique faite par le pollicitant de sa volonté de contracter avec une seule personne non encore identifiée. Dans cette hypothèse, l'offre est adressée à tous mais seul un contrat sera formé avec le premier acceptant. L'offre au public en vient alors à coïncider avec une offre à personne indéterminée, du fait de son mode de diffusion⁵. Dans un second cas, l'offre communiquée au public implique la possibilité d'une

¹ Cf. *infra*, n° 96.

² Civ. 3^e, 28 nov. 1968, préc.

³ J. FLOUR, J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *Les obligations – I. L'acte juridique*, Sirey, 14^e éd., 2010, n° 133, p. 110 : « Il faut, pour cela, que l'offrant ait nettement décrit le contrat éventuel en indiquant, au minimum, les éléments essentiels : c'est-à-dire ceux à défaut desquels il resterait impossible de savoir quelle sorte de convention est envisagée ».

⁴ F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 20, p. 49.

⁵ Pris à la lettre, l'avant-projet de réforme du droit des obligations proposé par le groupe présidé par le professeur Catala semble n'avoir inclus dans la définition de la notion d'offre que cette première hypothèse d'offre au public en retenant à l'article 1105-1 que l'offre est « un acte unilatéral déterminant les éléments essentiels du contrat que son auteur propose à personne déterminée ou indéterminée, et par lequel il exprime sa volonté d'être lié en cas d'acceptation ». L'emploi du singulier suppose que le pollicitant ne manifeste sa déclaration de volonté qu'en vue de la formation d'un unique contrat avec un seul et même acceptant, lui fût-il inconnu lors de l'émission de l'offre. Toutefois, la reconnaissance d'une offre à une pluralité de destinataires indéterminés est implicitement admise par le jeu combiné de la disposition précitée avec la définition donnée de la formation du contrat à l'article 1105 de l'avant-projet, selon lequel « la formation du contrat requiert la rencontre de plusieurs volontés fermes et précises de volontaires ». C'est admettre que plusieurs volontés peuvent être amenées à

pluralité d'acceptations par les destinataires dont chacune donne lieu à la formation de contrats distincts. Le mode de diffusion de l'offre tend ainsi à permettre au pollicitant de conclure autant de contrats qu'il y aura eu d'acceptations, dans les limites de l'opération qu'il a projetée. La notion d'offre au public tend donc, selon les cas, à la manifestation d'une acceptation en vue de la formation d'un unique contrat, ou à permettre la conclusion d'une pluralité de contrats avec un ensemble de destinataires indéterminés dans le public. En somme, les offres au public s'opposent simplement aux offres à personnes déterminées, en ce que l'identité de l'acceptant est inconnue du pollicitant lorsqu'il émet son offre.

84. Les différents procédés de diffusion de titres financiers doivent alors être rattachés à l'hypothèse dans laquelle l'offre au public conduit à l'émission d'une pluralité d'acceptations de la part des destinataires indéterminés. La diffusion de titres financiers dans le public ne saurait conduire à la recherche d'une acceptation unique mais emporte nécessairement une pluralité d'acceptations. En effet, se trouvent exclues de la qualification d'offre au public de titres financiers les offres qui s'adressent à un cercle restreint d'investisseurs¹ dont le seuil, aujourd'hui fixé à cent, sera prochainement élevé à cent cinquante². Les offres au public de titres financiers emportent ainsi nécessairement une pluralité d'acceptations, que les titres soient émis à l'unité³ ou qu'ils fassent l'objet d'une émission globale.
85. Pour préciser l'analyse, il convient toutefois d'ajouter qu'en relation aux titres d'emprunt issus d'une émission globale, les acceptations émises par les différents souscripteurs ne portent que sur la fraction du montant nominal d'un emprunt⁴. Il existe ainsi une pluralité d'acceptations liée au fractionnement de la créance résultant d'un emprunt unique. Cette particularité liée au caractère collectif de l'émission d'obligations et de titres assimilés⁵ ne remet toutefois pas en cause l'analyse selon laquelle, comme offre, l'offre au public s'adresse alors à une pluralité indéterminée de contractants. Le regroupement des souscripteurs dans une masse en vue de la défense de leurs intérêts communs⁶ n'exclut en rien la possibilité que la formation du rapport d'obligations repose sur l'expression d'une pluralité de consentements.
86. Le rapprochement des procédés de diffusion de titres financiers avec l'offre au public à personnes indéterminées a toutefois été combattu par une autre analyse proposée en doctrine à laquelle il a été souscrit à propos des émissions de valeurs mobilières. La distinction

s'exprimer du côté des acceptants, comme des pollicitants, les premiers pouvant être déterminés comme indéterminés.

¹ Art. L.411-2, II, 2° COMOFI.

² Sur l'exclusion fondée sur le critère du cercle restreint d'investisseurs, cf. *infra*, n° 192 et s.

³ On pense alors par exemple aux titres de créances négociables (TCN), dont l'émission n'entraîne toutefois pas l'élaboration d'un prospectus lorsqu'ils ont une durée inférieure ou égale à un an, en vertu de l'exemption prévue à l'article L.411-3, 5° COMOFI. Sur les TCN, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 120 et s., p. 177.

⁴ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 112, p. 163.

⁵ Sur lesquels, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 113, p. 164.

⁶ Selon l'article L.228-46, al. 1 Ccom., « les porteurs d'obligations d'une même émission sont groupés de plein droit pour la défense de leurs intérêts communs, en une masse qui jouit de la personnalité civile ».

essentielle ne consisterait pas à opposer les offres au public aux offres à personnes déterminées. En effet, au sein même de la catégorie des offres au public il conviendrait de distinguer les offres à personnes déterminées et indéterminées. Dans sa thèse, M. AUBERT a en effet retenu que les offres au public tendant à la formation d'une pluralité de contrats avec l'ensemble des acceptants constituaient en réalité des offres à personnes déterminées¹. Dans la mesure où il peut y avoir autant de contrats que d'acceptations, l'offre faite au public, également désignée comme une « *offre ou pollicitation collective* » serait en réalité adressée à personnes déterminées, chaque destinataire constituant un acceptant potentiel sinon déterminé, du moins déterminable lors de l'émission de l'offre². En somme, l'offre collective permettrait d'analyser les offres au public conduisant à la formation d'une pluralité de contrats comme des offres à personnes déterminées en ce que « *l'offrant entend contracter avec tout le monde* »³. Il en résulte que les offres à personnes indéterminées devraient seules s'entendre de celles qui « *appelant l'agrément de personnes totalement ignorées de l'offrant (...), visent toujours un nombre de contrats limité et en tout cas inférieur à celui des cocontractants possibles* »⁴.

87. N'en va-t-il pas nécessairement ainsi ? L'analyse proposée par M. AUBERT se veut économique et suppose de distinguer les offres collectives comme une variété d'offres à personnes déterminées dont la spécificité tient à son caractère global. Il résulte cependant de toute offre qu'elle est délimitée par l'étendue de l'opération sur laquelle elle porte. Une offre ne saurait rencontrer qu'un nombre limité d'acceptations, quelle que soit l'étendue du public auquel elle s'adresse. L'offre collective ne serait donc là que pour se distinguer d'une hypothèse impossible, celle de l'offre illimitée, sans pour autant permettre la détermination des destinataires. Bien que favorable au recours à la notion d'offre collective, un auteur a déjà tiré le même constat dans l'hypothèse d'une émission de valeurs mobilières avec public à l'épargne qu'il analyse comme une « *offre collective avec une réserve tacite ou expresse*

¹ J.-L. AUBERT, *Notions et rôles de l'offre et de l'acceptation dans la formation du contrat*, préf. J. FLOUR, L.G.D.J. 1970, n° 150, p. 142 : « La présentation au public de cette pollicitation implique la possibilité d'une multitude de contrats, peut-être divers, mais en tout cas nombreux pour chaque espèce. Il arrive alors, parfois, que l'offre ainsi faite au public soit en réalité adressée à la totalité des acheteurs potentiels. Le pollicitant n'attend pas qu'une personne se détache du public mais bien que le public entier adhère à son offre ».

² *Idem*, n° 152, p. 143-144 : « L'offre collective, qui s'adresse, au moins économiquement à tout le monde, doit, dans ces conditions, être intégrée au groupe des offres à personne déterminée. Si l'hypothèse de fait qu'elle concerne (nombre quasiment illimité des contrats) rend impraticable une destination déterminée au sens strict et classique de l'expression – qui suppose une sollicitation faite individuellement à chaque personne – cela ne saurait faire obstacle à l'assimilation. Au surplus, pareille situation exclut toute idée de choix nécessaire, puisque, par essence, la proposition entend satisfaire tout le monde. L'offre collective n'est donc, en dernière analyse, qu'une offre à personne déterminée globale. Offre collective et offre à personne déterminée sont de même nature et il n'y a guère entre elles qu'une différence de degré, l'offre à personne déterminée stricto sensu visant moins de contrats que le groupe social n'est susceptible d'en supporter ».

³ F.-G. TRÉBULLE, *op. cit.*, n° 22, p. 50.

⁴ J.-L. AUBERT, *op. cit.*, n° 158, p. 148.

relative au nombre de valeurs mobilières susceptibles d'être souscrites lors de l'acceptation »¹.

88. Une telle analyse, d'une complexité certainement excessive, ne convainc pas. En vérité, la notion d'offre collective obscurcit davantage qu'elle n'éclaire la notion d'offre à un public. L'offre au public apparaît indifférente à la personne du destinataire, qu'il en résulte une acceptation unique comme une pluralité d'acceptations. Il apparaît ainsi artificiel d'envisager que le public, en tant qu'il peut comporter une pluralité d'acceptations, soit assimilé à un ensemble de personnes déterminées. En outre, une telle distinction au sein de la notion d'offre adressée au public méconnaît l'unité de régime auquel elle répond. En effet, indépendamment de la pluralité d'acceptations qui peut en résulter, l'offre au public doit présenter les caractères d'une offre permettant à la déclaration du destinataire de former le contrat². Elle doit donc répondre à des caractères particuliers, qu'elle conduise à la formation d'un contrat unique ou d'une pluralité de contrats.

Ainsi, plus simplement envisagés par analogie avec les offres au public à personnes indéterminées conduisant à la formation d'une pluralité de contrats, les procédés de diffusion des titres financiers s'accompagnent d'une information collective qui constitue précisément l'un des caractères propres des offres au public.

B. Le renforcement des obligations d'information dans les offres au public

89. L'indétermination des destinataires de l'offre qui résulte de sa publicité est source d'obligations spécifiques mises à la charge de l'offrant. En effet, « *l'offre publique produit (...) une obligation d'information qui n'existe pas dans l'offre particulière* »³. La publicité de l'offre suppose nécessairement un effort de précision supplémentaire sur ses éléments essentiels pour lui conférer une force obligatoire. Une information est nécessairement requise *a priori* afin de « permettre au public d'apprécier en toute connaissance de cause les conditions de l'offre qui lui est faite »⁴, et ceci pour cette raison essentielle que « *l'offre publique, si elle est acceptée, conduira beaucoup plus sûrement à un contrat d'adhésion qu'à un contrat librement débattu* »⁵. L'argument est déterminant en ce que, non dogmatique, il résulte d'une observation des expressions factuelles de l'offre au public. Celle-ci implique

¹ F.-G. TRÉBULLE, *op. cit.*, n° 22, p. 51.

² *Idem*, n° 24, p. 52, qui, s'il prend appui sur la notion d'offre collective dont nous venons de critiquer l'utilité, observe justement que « L'offre collective, et plus précisément l'offre de valeurs mobilières, répond exactement à cette règle et se trouve strictement réglementée afin de garantir la qualité de l'acceptation éventuelle en fournissant un grand nombre d'informations ».

³ A. VIALARD, « L'offre au public de contrat », *RTD civ.* 1971, p.750, spéc., p. 770, n° 22.

⁴ *Ibid.*.

⁵ *Ibid.* Pour une analyse en ce sens à propos des émissions de valeurs mobilières, F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n°25, p.53

que les conditions dans lesquelles sera réalisé l'échange des consentements excluent toute négociation de ses termes par les acceptants¹. Ceux-ci se trouvent en effet dans l'impossibilité d'émettre une contre-offre².

90. Cette observation générale n'a d'intérêt aux fins de l'analyse de l'offre au public que pour mettre en lumière une considération d'importance. En ce qu'elle peut conduire à la formation du contrat résultant de la déclaration de volonté d'un ou plusieurs destinataires, l'offre au public traduit une indifférence à la personne du cocontractant³. *L'indifférence à la dimension subjective du contrat suppose de l'offre une plus grande précision objective*. La déclaration initiale doit *a priori* comprendre l'ensemble des éléments de nature à fonder un échange de consentements conduisant à la formation du contrat entre l'offrant et ce destinataire particulier qu'est le public⁴. Le déclin des considérations subjectives conduit à un renforcement de la détermination objective des éléments essentiels du contrat projeté.
91. Ainsi, l'offre au public est bien une offre en ce qu'elle engendre les mêmes conséquences, dont la principale est la formation du contrat en cas d'acceptation. Si ses caractères sont donc

¹ F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 25, p. 53, qui observe, en relation aux éventuels contractants d'une émission de valeurs mobilières que « ceux-ci n'ont pas de marge de négociation et doivent accepter le contrat proposé ou le refuser sans qu'aucune voie médiane ne puisse être envisagée ».

² Les conséquences qu'en tire cet auteur sont toutefois discutables. Cette information est-elle spécifique en ce qu'elle est associée au caractère public de l'offre ou n'est-elle que l'expression propre aux offres au public des exigences de précision communes à toute offre ? Cet auteur énonce en effet qu' « *on serait alors tenté de décider que l'information nécessaire à la formation du consentement résulte toujours suffisamment du caractère précis et complet de l'offre publique* ». Cette déduction serait cependant trop hâtive et ne semble susceptible de s'appliquer pleinement que dans les offres de contrats simples réalisant des prestations instantanées. Au contraire, quand l'offre tend à la réalisation d'un contrat techniquement complexe, dont la véritable portée ne peut être dégagée qu'au terme d'une analyse attentive (...), va apparaître la nécessité d'une information complète et objective, annexe des conditions générales de l'offre », A. VIALARD, « L'offre au public de contrat », *RTD civ.* 1971, p. 771, n° 24. Si cette distinction résultant de la complexité de l'objet du contrat proposé est indiscutable d'un point de vue empirique, elle ne saurait toutefois convaincre au plan théorique. En effet, la distinction entre les contrats simples et complexes ne saurait modifier les caractères de l'offre. Celle-ci doit présenter une égale précision. La conformité à cette exigence suppose uniquement un enrichissement des éléments essentiels de l'offre. Le contenu de l'offre varie dans le détail sans que sa nature et ses caractères ne doivent s'en trouver modifiés. Point n'est donc besoin de fonder « le besoin d'une information saine et objective des pollicités » (préc., p. 772, n° 25) sur une information additionnelle à l'exigence de précision inhérente à toute offre autrement que par la prise en compte de sa destination au public. La nécessité d'une information détaillée dans les offres au public n'est ainsi pas susceptible d'en modifier les caractères mais répond simplement à un besoin de connaissance exhaustive de ses termes pour tenir compte de l'impossibilité dans laquelle se trouvent les destinataires d'émettre une contre-offre susceptible de les modifier. On rappellera ici que l'effet obligatoire de l'offre résulte également de sa fermeté. Ainsi qu'on l'a remarqué, « La fermeté de l'offre c'est la primauté de l'objet sur la personne : le pollicitant est d'accord pour contracter avec tout destinataire pourvu que ce soit dans les termes qu'il a prédéterminés », F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 16, p. 47.

³ L'offre au public dont l'objet résiderait dans la conclusion d'un contrat *intuitu personae* ne saurait en effet être analysée comme une offre véritable. La nature du contrat projeté suppose en effet une possibilité d'agrément du cocontractant. Il en résulte que l'annonce faite au public s'analyse davantage comme une invitation à engager des pourparlers que comme une offre car elle ne saurait conférer à la manifestation de volonté de l'un des destinataires les caractères d'une acceptation.

⁴ A. VIALARD, « L'offre au public de contrat », préc., p. 770, n° 22 : « Le public n'a que le choix entre refuser et accepter. *Encore faut-il que ce choix soit librement exercé, d'une volonté parfaitement éclairée* » (en italiques dans le texte).

identiques à ceux de toute offre, leur appréciation passe cependant par un renforcement des obligations de l'offrant permettant de conférer à sa déclaration la nature juridique d'une offre. Les obligations attachées à l'offre au public n'en changent donc pas la nature juridique mais croissent en intensité compte tenu des conditions dans lesquelles l'offre parviendra au(x) futur(s) acceptant(s).

92. C'est à ce titre que la doctrine a dégagé au titre des spécificités de l'offre au public certaines obligations supplémentaires pesant sur l'offrant, au nombre desquelles figure une information renforcée attachée à l'offre. Si, ainsi qu'on l'a dit, elle n'ajoute rien au caractère de précision que doit présenter toute offre, cette observation, plus sociologique que strictement juridique, est toutefois corroborée par l'analyse du droit positif. La prédétermination objective des caractères de l'offre est perçue comme plus essentielle encore en relation aux offres au public que dans les offres adressées à une personne déterminée. Cela explique l'intervention du législateur afin d'établir les éléments d'information permettant de conférer à la déclaration de volonté du destinataire la valeur d'une acceptation. Il en résulte qu'il devient difficile d'analyser le contenu d'une offre à partir de ses éléments essentiels. Ainsi que l'on s'est interrogé précisément en relation aux émissions de valeurs mobilières, « *peut-on alors, parler encore d'éléments essentiels ? À proprement parler non, mais ceci est le travers de toute réglementation pêchant par excès de pointillisme* »¹.
93. L'objectif recherché est de favoriser la conclusion du contrat. C'est par la prédétermination des caractères de l'offre que l'on doit s'assurer que la déclaration de volonté émise par le destinataire constitue bien une acceptation conduisant à la formation du contrat². L'offre au public voit ainsi ses caractères définis par le législateur afin de tenir compte de l'impossibilité pratique d'émettre une contre-offre à laquelle sont confrontés les destinataires. L'information légalement exigée est ainsi l'expression d'un choix de politique juridique en faveur de la formation du contrat. C'est dans cette démarche que s'inscrivent les instances normatives en droit des instruments financiers avec l'exigence d'établissement d'un prospectus attaché à certains procédés par lesquels des titres financiers sont proposés à un public d'investisseurs. Un auteur a ainsi affirmé que l'obligation particulière d'information qui découle des offres au public de valeurs mobilières symbolisée par le prospectus « *a pour finalité d'assurer la qualité du consentement* »³. Pour qu'il y ait consentement, cela suppose toutefois d'établir que le prospectus est, en toute hypothèse attaché à un procédé qui doit recevoir la qualification d'offre au sens civiliste. Il convient alors d'examiner la qualification que reçoivent les différents procédés de diffusion de titres financiers auxquels est attachée l'obligation d'élaborer et de publier un prospectus.

¹ F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 19, p. 49.

² *Idem*, n° 18, p. 48 : « Il faut garder à l'esprit que l'offre doit, lors de sa rencontre avec l'acceptation, se transformer instantanément en contrat. Autant dire que le destinataire/souscripteur éventuel doit disposer de tous les éléments d'information nécessaires à l'expression d'un consentement éclairé et valide ».

³ *Idem*, n° 27, p. 55.

§2. La pluralité des procédés de diffusion de titres financiers générant l'établissement d'un prospectus

94. À s'en tenir à une analyse civiliste de la notion de l'offre au public de titres financiers, celle-ci pourrait être déterminée dès lors qu'elle présente la précision et la fermeté attendues de toute offre, l'obligation de publication d'un prospectus n'apparaissant que comme une exigence d'information additionnelle dégagée par le législateur permettant de lui conférer de tels caractères *a priori*¹.
95. Cependant, si l'on envisage le prospectus comme une obligation particulière imposée par le législateur afin d'assurer de manière préalable les caractères de l'offre permettant la formation d'un contrat en cas d'acceptation, une difficulté apparaît. Le droit des instruments financiers connaîtrait alors deux sortes d'offres adressées au public justifiant une information initiale. L'exigence d'établissement d'un prospectus est déterminée en considération de l'opération sur laquelle il porte². Or, c'est à deux types d'opérations de nature différente qu'est associée l'obligation de publier un prospectus. Les instances normatives procèdent alors à une identification des opérations entraînant l'établissement d'un prospectus à partir de leurs effets davantage que dans un souci de les soumettre à une qualification commune. En effet, le prospectus constitue un élément de régime commun à deux opérations distinctes dont le rapprochement ne résulte plus de la référence à une notion cadre comme l'était celle d'appel public à l'épargne. Selon sa dernière définition précédant son abandon, l'appel public à l'épargne recouvrait deux types d'opérations : l'admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé et l'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement³.

¹ En réalité, le caractère de fermeté comporte une dimension spécifique en relation aux offres de titres financiers. Lorsque les émetteurs ou les cédants procèdent par le biais d'un placement, ils opèrent une sélection discrétionnaire des investisseurs leur assurant une faculté d'agrément qui exclut le caractère d'offre au public : v. J.-J. DAIGRE, « De la sélection discrétionnaire des investisseurs lors d'une introduction ou d'une émission en bourse », in *Mélanges AEDBF IV*, Revue Banque édition, 2004, p. 135-140. En effet, « toute proposition de contracter faite au public comporte *ipso facto*, une réserve tacite d'agrément, chaque fois qu'elle concerne un contrat où la considération de la personne est déterminante : contrat conclu *intuitu personae* », J. FLOUR, J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *Les obligations – I. L'acte juridique*, Sirey, 14^e éd., 2010, n° 134, p. 111. La difficulté tient à ce que la notion de placement privé, exclue de la notion des offres au public de titres financiers, comporte une dimension tant qualitative, fondée sur la considération des investisseurs comme investisseurs qualifiés, que quantitative fondée sur leur nombre, avec la notion de cercle restreint d'investisseurs : v. *infra*, le chapitre suivant de ce travail.

² K. DECKERT, *La sollicitation publique des investisseurs en droits communautaire, français et allemand*, Thèse Paris I, 2009, p. 22 : « Il est donc possible de qualifier cette obligation de ponctuelle. En effet, elle n'existe qu'en présence d'une telle opération ».

³ Pour une analyse des procédés de l'appel public à l'épargne comme moyens de diffusion d'offres, F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 46 et s., p. 67.

96. La suppression de la notion d'appel public à l'épargne et du statut particulier attaché à ce type d'opération¹ a procédé de ce qu'on a pu qualifier de « *retransposition en ce sens que l'ordonnance marque un véritable changement de cap gouvernemental dans l'appréciation de la directive prospectus : l'approche minimaliste et conservatrice de 2005, consistant à incorporer le texte communautaire en douceur, à droit le plus constant possible, sans rompre l'économie traditionnelle du droit français, a vécu, emportée par une volonté nouvelle affichée d'alignement du droit français sur le droit communautaire* »².

Désormais, au système moniste de délimitation du statut de société faisant appel public à l'épargne s'est substitué un système dualiste, identifiant les deux types d'opérations requérant l'établissement d'un prospectus à l'instar de la directive 2003/71/CE³. Selon l'article L.412-1, I, du Code monétaire et financier, « *les personnes ou les entités qui procèdent à une offre au public de titres financiers ou à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé doivent, au préalable, publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un document destiné à l'information du public, portant sur le contenu et les modalités de l'opération qui en fait l'objet, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur et des garants éventuels de titres financiers qui font l'objet de l'opération* »⁴.

97. Une telle solution d'alignement avec le droit de l'Union en la matière invite donc à rechercher la nature des procédés de diffusion de titres financiers donnant lieu à l'établissement d'un prospectus. L'accès à un public d'investisseurs constitue la conséquence commune de ces opérations qui justifie leur soumission à un régime identique en termes d'information. Au-delà de l'exigence d'établissement du prospectus, l'éclatement par abandon de la notion d'appel public à l'épargne ne conduit plus à la soumission des émetteurs à un statut commun de société faisant appel public à l'épargne. En effet, « *si l'admission aux négociations sur un*

¹ V. sur la suppression du statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne not. A. PIETRANCOSTA, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance du 22 janvier 2009 », *RTDF*, n° 1/2 - 2009, p. 28, n° 21 et s. : « Au-delà d'une opération présente et ponctuelle, l'APE désignait par conséquent une situation continue, une condition pérenne, un état à vocation permanente ».

² A. PIETRANCOSTA, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance du 22 janvier 2009 », préc., p. 18, n° 1.

³ Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE. Son article premier dispose en effet que « la présente directive a pour objet l'harmonisation des exigences relatives à l'établissement, à l'approbation et à la diffusion du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire d'un État membre ». Sur les origines du dispositif européen, I. LE GRIS et M.-L. OSSA-DAZZA, « Objectifs et enjeux de la directive n°2003/71/CE », *Bull. Joly Bourse*, 2005, p. 5 ; A. SOTIROPOULOU, *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit communautaire*, Thèse Paris I - Luxembourg, 2009, n° 97 et s., p. 70 et le travail d'ensemble de K. DECKERT, *La sollicitation publique des investisseurs en droits communautaire, français et allemand*, Thèse Paris I, 2009.

⁴ En résulte la soumission des mêmes personnes et opérations au chapitre II du titre premier, intitulé « offre au public ou admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers », du Livre second du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, ainsi que cela résulte de l'article 211-1.

marché réglementé ou organisé continue plus que jamais de singulariser juridiquement l'émetteur, la réalisation d'une simple offre au public de titres financiers se voit, à l'inverse, vidée en principe de toute influence à cet égard »¹.

98. Il s'agit alors de déterminer si l'exigence d'établissement d'un prospectus peut être analysée comme une obligation particulière d'information attachée à des procédés susceptibles de recevoir dans leur ensemble la qualification d'offres de titres financiers. L'unité du régime auquel sont soumises offres au public et admission permet-elle de leur reconnaître une qualification juridique commune en droit des instruments financiers ? Pour discutables qu'elle puisse apparaître au plan dogmatique, la démarche consistant à rechercher l'existence d'une notion à partir d'un élément de régime commun à plusieurs opérations doit ici être menée afin d'établir si l'exigence d'établissement d'un prospectus ne trouve pas un fondement dans l'identité de qualification de ses différents faits générateurs.
99. L'entreprise a d'ailleurs déjà été menée dans un travail suggérant de fonder les obligations d'information matérialisées par le prospectus par le biais de la notion de sollicitation du public². Identifiant ainsi les similitudes des opérations en cause à partir de la création d'un marché des titres proposés au public, l'analyse ne portait toutefois pas de leur confrontation à la qualification civiliste d'offre au public. Sans préjuger de leur nécessaire inclusion dans la notion de droit commun, les deux opérations ne sauraient faire l'objet d'un regroupement dans une catégorie nouvelle qu'une fois mises en lumière leurs spécificités à l'égard d'une figure de droit commun. Une telle entreprise permettra d'éprouver soit la nécessité d'un rattachement au droit commun, soit la reconnaissance d'une catégorie nouvelle de sollicitation du public ou de diffusion des titres financiers dans le public.
100. On ajoutera une dernière précision avant de conduire l'analyse. La recherche de qualification entreprise à partir du régime qui s'applique aux opérations étudiées est en réalité indifférente à la personne à l'initiative de l'offre ou de l'admission. L'information exigible a le même contenu, quel que soit l'auteur de l'acte. Or, l'émetteur n'est pas toujours à l'initiative de l'opération d'offre ou d'admission. En effet, alors qu'en droit interne, la définition antérieure de l'appel public à l'épargne évoquait aussi bien l'émission que la cession d'instruments financiers³, la directive prospectus et son règlement d'application font référence à l'émetteur comme à l'offreur ou à la personne qui sollicite l'admission⁴. Ainsi, en relation aux offres au public visées à l'article L.411-1, 1^o, la communication d'une information adressée au public doit mettre l'investisseur en mesure soit *d'acheter*, soit de *souscrire* des

¹ A. PIETRANCOSTA, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance du 22 janvier 2009 », préc., p. 28, n° 22.

² K. DECKERT, *La sollicitation publique des investisseurs en droits communautaire, français et allemand*, Thèse Paris I, 2009.

³ Art. L.411-1, 2^o du Code monétaire et financier dans sa rédaction issue de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie.

⁴ Art. 13, paragraphe 1 de la directive prospectus.

titres financiers. Le procédé de diffusion à l'origine de l'obligation peut donc viser tant la seule instauration d'un lien entre émetteur et investisseurs que l'offre adressée par un investisseur à d'autres portant sur les titres d'un émetteur qui se trouve alors dans la position d'un débiteur cédé, dont le consentement n'est alors théoriquement pas requis compte tenu de la négociabilité des titres financiers. À cet égard, en relation à l'admission aux négociations sur un marché réglementé de titres de capital ou de créance, compte tenu des contraintes que celle-ci emporte dans la durée, le consentement de l'émetteur est exigé¹. En résulte une figure particulière d'admission conjointe à l'initiative d'un tiers. Cependant, ce consentement ne porte pas tant sur le principe de la cession de créance, auquel la négociabilité fait obstacle, que sur la soumission au statut d'émetteur côté résultant de l'admission. Il convient donc d'admettre que la personne à l'origine de la mise en œuvre du procédé de diffusion n'en change pas la nature car « *il s'agit de conclure un contrat avec les éventuels souscripteurs sur simple manifestation de leur acceptation des termes proposés* »².

Après avoir évoqué séparément ces deux procédés que sont l'offre au public de titres financiers (A) et l'admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé (B), il conviendra d'en déterminer les caractères communs de nature à justifier la nécessité d'une information initiale à partir d'une notion cadre qui n'est toutefois pas nouvelle. Si la notion a été formellement abandonnée par le droit positif, c'est effectivement bien le constat que les opérations en cause constituent des *procédés d'appel public à l'épargne* qui justifie leur soumission nécessaire à un régime commun fondée sur une obligation collective d'information (C).

A. La diffusion de titres financiers par offre au public

101. En droit des instruments financiers, l'offre au public renvoie à une double réalité. Un procédé atypique tout d'abord, reposant sur le contenu informationnel d'une communication ayant pour objet des titres financiers. C'est alors l'information dont est assortie la communication qui fait l'offre. L'offre au public est également déterminée par renvoi à une catégorie spécifique de service d'investissement, qui doit être assimilée à une offre en raison de son objet particulier. Résultant de la transposition en droit français de l'article 2, paragraphe 1, e) de la directive prospectus, l'article L.411-1 du Code monétaire définit l'offre au public de

¹ Le consentement de l'émetteur n'est toutefois requis que si les titres ne sont pas déjà cotés sur un marché réglementé d'un État membre de la Communauté européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, au sens de l'article L.421-14, II, al. 1^{er} du COMOFI. Dans le cas contraire, l'alinéa suivant précise que le consentement de l'émetteur n'est alors pas requis. Celui-ci doit simplement être informé par l'entreprise de marché et ne sera alors tenu à aucune obligation d'information à l'égard de cette dernière.

² F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 28, p. 55, dans lequel l'auteur entreprend de conclure à l'unité de nature de l'émission et de l'offre de cession comme offres.

titres financiers à partir de deux types d'opérations : « 1. Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers ; 2. Un placement de titres par des intermédiaires financiers ».

Dans les deux hypothèses, ce qui fait que l'offre au public est une offre provient des effets recherchés dérivant de la manifestation de volonté de l'investisseur. Le prospectus permet ainsi d'attribuer aux deux procédés les caractères attendus d'une offre, dont il permet de « réaliser l'extériorisation »¹ pour fonder des décisions d'investissement, qu'elle soit réalisée par l'émetteur ou le cédant de titres financiers comme par le recours à un intermédiaire.

Offrir des titres financiers c'est donc soumettre au public l'information permettant l'émission d'une acceptation (1) tout comme recourir à des intermédiaires chargés de rechercher pareille acceptation des investisseurs (2).

1. L'offre au public définie par l'information communiquée aux investisseurs

102. Sommairement présentée, l'offre au public se présente au sens strict comme la communication d'une information suffisante pour fonder une décision d'investissement de la part des destinataires, selon le 1° de la disposition précitée. La qualification d'offre au public dépend ainsi de l'étendue de l'information que comporte la communication. Autrement dit, une offre de titres financiers est une offre assortie d'une information suffisamment précise, cette précision étant elle-même déterminée par le modèle légal d'information que constitue le prospectus. La soumission au régime d'information obligatoire de l'opération procède ainsi de la qualification d'offre au public de titres financiers. Dans cette hypothèse, l'offre est ainsi définie par la précision de l'information sur laquelle elle repose, dont le contenu est lui-même déterminé par le législateur en considération de son objet particulier.

En somme, l'établissement d'un prospectus qui constitue l'effet de l'offre au public, permet d'en préciser le contenu en répondant aux exigences de précision qu'elle doit présenter. L'effet obligatoire de l'offre coïncide avec l'exigence de précision de son contenu. Le prospectus va ainsi « former le premier lien de droit entre l'émetteur et le souscripteur potentiel »².

Par extension, le législateur étend l'offre au public à un procédé de diffusion des titres financiers qui se détache de l'information elle-même pour désigner le service de placement de titres par des intermédiaires financiers.

¹ F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 81, p. 87.

² *Idem*, n° 86, p. 90.

2. L'offre au public définie par le recours à des intermédiaires

103. La relation entre le placement et le prospectus s'explique aisément si l'on utilise la notion d'offre au public dans un sens courant. Des titres sont en effet proposés dans le public par le biais de l'intermédiaire chargé de leur placement. À défaut de précision à l'article L.411-1, il faut retenir que ce procédé d'offre renvoie tant au placement garanti que non garanti¹. Le service de placement se définit dans les deux cas comme « *le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers* »². La différence tient à ce que l'intermédiaire garantit au cédant ou à l'émetteur dans le premier cas « *un montant minimal de souscriptions ou d'achats en s'engageant à souscrire ou acquérir les instruments financiers non placés* »³ alors qu'en cas de placement non garanti, aucun montant de souscription ou d'acquisition n'est garanti⁴. Le caractère public de l'offre résulte du procédé que constitue le recours à un intermédiaire. Le rayonnement attendu de l'opération réside dans l'intermédiation. La logique repose donc sur une méthode de distribution davantage que sur les modalités de communication de l'information sur l'offre.
104. À ce titre, le prospectus sert à préciser le contenu de l'information permettant de qualifier la recherche de placement des titres comme une offre, ainsi qu'il en allait dans l'hypothèse précédente, en accompagnant le placement des titres dans le public par les intermédiaires. Alors que dans le premier cas, le prospectus détermine le contenu impératif permettant de conférer à l'information du public les caractères nécessaires à l'acquisition des titres, dans le second cas, il constitue la base contractuelle permettant aux intermédiaires d'accomplir leur activité de placement des titres de l'émetteur dans le public. Le prospectus constitue l'instrument permettant de donner plein effet aux consentements recueillis dans le public par les intermédiaires. Dans les deux cas, le prospectus constitue la contrepartie à la volonté d'un émetteur de diffuser ses titres financiers dans le public pour accéder à l'épargne des investisseurs. Le placement demeure ainsi un accessoire de l'opération étudiée car il « *fait intervenir le prestataire de services d'investissement à côté des parties et son intervention est régie par le seul contrat qui le lie à l'émetteur, sans interférer dans la conclusion du contrat entre celui-ci et le souscripteur* »⁵.

¹ Figurant respectivement aux 6-2 et 7 de l'article L.321-1 du Code monétaire et financier.

² Art.D.321-1, 6-2 et 7 COMOFI.

³ Art.D.321-1, 6-2 COMOFI.

⁴ Art.D.321-1, 7 COMOFI.

⁵ F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, XXIII, p. 27.

B. La diffusion de titres financiers par admission aux négociations sur un marché réglementé

105. S'il est aisé d'admettre que les offres au public de titres financiers constituent des offres au sens de la théorie générale du contrat, il n'en va pas de même pour l'admission de titres aux négociations sur un marché réglementé. C'est en effet en partant du constat que « *certaines admissions sur ces marchés se réalisent sans offre concomitante de titres au public* »¹ qu'il est apparu nécessaire d'exclure l'admission aux négociations de la définition de l'offre au public donnée à l'article 411-1 du Code monétaire et financier. Formellement, il y a donc bien deux types d'opérations distinctes donnant lieu à l'établissement d'un prospectus dont seule l'une reçoit la qualification d'offre au public. Ainsi qu'on l'a justement observé, « *admission et offre au public sont des opérations désormais totalement distinctes, quand bien même elles donnent lieu toutes les deux à la publication d'un prospectus. (...) L'émission d'un prospectus est une conséquence de la nature de l'opération, non un critère de celle-ci* »².
106. Mais quelle est alors la nature juridique de l'admission aux négociations sur un marché réglementé ? Selon les règles de marché harmonisées d'Euronext, « *l'admission signifie la décision par une entreprise de marché d'Euronext compétente d'admettre un titre aux négociations sur un Marché de Titres d'Euronext à la demande de l'Emetteur ou bien après en avoir informé celui-ci* »³. La décision d'une entreprise de marché d'admettre des titres à la négociation à la demande d'un émetteur ou d'un tiers est ainsi assimilée, quant à ses effets, aux offres au public dont on a exposé qu'elles constituent bien des offres au public, certes particulières, au sens de la théorie générale du contrat. Cela est vrai y compris pour les admissions de titres sur le compartiment professionnel dit « *marché de professionnels* »⁴, résultant des modifications apportées au règlement général AMF par arrêté du 7 décembre 2007⁵. Analysée lors de son introduction comme une prise en compte du placement privé à l'intérieur des frontières de l'appel public à l'épargne⁶, l'admission sur ce marché ne constitue plus aujourd'hui qu'une procédure allégée d'admission aux négociations sur un marché réglementé du fait du système dualiste mis en place par l'ordonnance du 22 janvier 2009.

¹ A. PIETRANCOSTA, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance du 22 janvier 2009 », *RTDF* n°1/2 - 2009, p. 21, n°7.

² J.-J. DAIGRE et B. FRANÇOIS, « La société par actions simplifiées : une société pouvant faire appel au marché ? », *Rev. soc.* 2010, p.11, spéc., n° 14.

³ Art.6102 des *Règles de marché d'Euronext – Livre I : Règles harmonisées*, en vigueur au 13 mai 2011.

⁴ Art. P.1.0.2 des *Règles de marché d'Euronext – Livre II : Règles particulières aux marchés réglementés français*, en vigueur au 15 janvier 2009 : « Le marché Euronext Paris dispose d'un compartiment dit « marché de professionnels ». Euronext Paris inscrit dans ce compartiment les émetteurs qui ont fait admettre leurs titres sans offre au public et font usage des dispositions particulières prévues dans ce cadre par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ».

⁵ Arrêté du 7 décembre 2007 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (J.O. 19 déc.2007).

⁶ O. DOUVRELEUR, « Appel public à l'épargne sans offre au public : le nouveau compartiment professionnel du marché réglementé », *RTDF* n° 2 – 2008, p. 4.

Destinée à faciliter l'admission en France de sociétés étrangères¹, cette innovation conduit à supprimer certaines obligations qui doivent s'appliquer aux émetteurs lors de l'admission de leurs titres². Les allègements en cause relatifs au prospectus ne suppriment toutefois nullement la nécessité d'en établir un³.

107. Si l'admission aux négociations sur un marché réglementé ne reçoit donc pas formellement la qualification d'offre au public, elle y est néanmoins assimilée quant à la nécessité de diffusion d'une information, qui trouve la même justification qu'en relation aux offres au public. Elle tient à l'accès de l'émetteur à l'épargne d'un public. Cette admission suppose que les titres financiers feront l'objet d'un mode de négociation particulier excluant tout recours à une information personnalisée entre les émetteurs et les investisseurs. En somme, l'admission aux négociations vaut en soi accès d'un public indéterminé d'investisseurs aux titres financiers proposés qui conduit à l'assimiler à une offre au public de titres financiers (1). Cette considération permet ainsi de conclure à l'unité de la portée juridique de la décision d'admission, même lorsque celle-ci est réalisée sans offre au public sur le compartiment professionnel dédié à cet effet (2).

1. L'assimilation de l'admission à une offre au public de titres financiers

108. L'émission de titres financiers a été présentée comme « *un processus qui vise à la conclusion d'un contrat* »⁴. Or, en ce que le titre financier, à l'instar de ce qui a été observé au sujet des valeurs mobilières, est toujours représentatif « *d'un engagement contractuel aux termes duquel, en contrepartie d'une prestation donnée, la société va concéder contre elle un titre* »⁵, « *l'élément contractuel* »⁶ dont il procède met en relation l'émetteur et le souscripteur. Par effet de l'admission aux négociations, les titres financiers peuvent librement faire l'objet de la rencontre de l'offre et de la demande, quelles que soient les conditions de prix auxquelles

¹ C. MAISON-BLANCHE, « La mise en place de compartiments réservés aux émetteurs s'introduisant sur les marchés français sans offre au public : réflexions diverses et articulations avec la notion d'appel public à l'épargne au sens du Code monétaire et financier », *RTDF* n°4 – 2007, p. 134.

² C. MAISON-BLANCHE, « La mise en place de compartiments réservés aux émetteurs s'introduisant sur les marchés français sans offre au public... », préc., p. 135-136.

³ Sur lesquels, C. MAISON-BLANCHE, « La mise en place de compartiments réservés aux émetteurs s'introduisant sur les marchés français sans offre au public... », préc., p. 135 ; égal. O. DOUVRELEUR, « Le nouveau compartiment professionnel du marché réglementé », in *Mélanges AEDBF V*, Revue Banque édition, 2009, p. 161-162, les plus notables de ces allègements tenant à la suppression de l'obligation faite aux émetteurs de traduire en français le résumé (art.212-12, II, RGAMF), le caractère désormais facultatif de l'obtention d'une lettre de fins de travaux signée par les contrôleurs légaux (art.212-14, al.4 RGAMF) et l'abrogation de l'obligation faite aux prestataires de services d'investissement de remettre à l'AMF une attestation de leurs diligences n'ayant révélé aucune inexactitude ou omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement (art.212-16, IV, RGAMF).

⁴ F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, XXVII, p. 31.

⁵ *Idem*, p. 20.

⁶ *Ibid.*

l'admission a lieu¹. De manière immédiate, l'admission entraîne la circulation de l'instrument financier². Outre les modalités de leur transfert de propriété, qui restent hors de notre étude³, leur négociabilité suppose que soient levés tous les obstacles de nature à limiter leur libre cessibilité⁴. Les titres financiers peuvent ainsi librement faire l'objet d'un transfert de propriété entre les investisseurs. Tel est le premier effet de l'accès au marché, que traduit l'expression « d'admission aux négociations ».

109. Ainsi, si le législateur, en supprimant l'appel public à l'épargne, a désormais disjoint les opérations d'admission et d'offre au public, celles-ci produisent les mêmes effets. Si « *admission et offre au public sont des opérations désormais totalement distinctes, quand bien même elles donnent lieu toutes les deux à la publication d'un prospectus* »⁵, « *une cotation ne permet-elle pas de solliciter les investisseurs et de diffuser les titres dans le public ?* »⁶. C'est bien un tel effet qui justifie l'établissement d'un prospectus en relation aux offres au public de titres financiers au sens strict évoquées précédemment. Il n'est alors pas nécessaire d'établir une identité de nature juridique entre admission et offre publique⁷ car celle-ci n'est pas déterminante du régime de l'admission ni de ses conséquences. Il apparaît clair en effet que l'exigence commune d'établissement d'un prospectus se fonde sur une assimilation des admissions aux offres au public en raison de leur effet commun que constitue la diffusion des titres financiers dans le public, quoique réalisée selon des modalités différentes.

L'assimilation de principe de l'admission aux négociations sur un marché réglementé à une offre au public de titres financiers résulte d'ailleurs de la distinction explicite faite par le régulateur à titre d'exception lorsque l'admission intervient sans offre au public sur un compartiment professionnel.

2. La soumission de l'admission sans offre au public au régime d'une offre au public de titres financiers

110. Dans le cas particulier de l'admission de titres financiers sur le compartiment du « marché de professionnels », l'établissement d'un prospectus constitue encore une exigence qui

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, présentant successivement les offres à prix ferme, minimal ou ouvert et la cotation directe, n° 642 et s., p. 822.

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 648-1, p. 825.

³ V. en général, J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, préf. D. COHEN, Economica, 2010.

⁴ Selon l'article 6605, *Règles de marché d'Euronext – Livre I : Règles harmonisées*, « L'émetteur s'assure que les titres sont librement transférables et que leur cession n'est assujettie à aucune clause restreignant leur libre négociation ».

⁵ J.-J. DAIGRE et B. FRANÇOIS, « La société par actions simplifiée : une société pouvant faire appel au marché ? », *Rev. soc.* 2010, p. 11, spéc. n° 14.

⁶ *Idem*, n° 11.

⁷ *Ibid.*

s'applique à l'émetteur ou à la personne qui sollicite l'admission. Si elle est alléguée en ce qu'elle ne comporte pas la nécessité de traduire le résumé du prospectus en français, du fait des investisseurs particuliers auxquels elle se destine, elle n'en reste pas moins une information collective destinée au public.

111. Cela peut surprendre. En ce qu'elle ne vise formellement qu'un public particulier d'investisseurs, une telle admission se rapproche ainsi d'une forme de placement privé par l'entremise du marché¹, dont on verra qu'il est exclu de la notion d'offre au public². Comme cela résulte de l'article 516-18, alinéa premier du règlement général AMF, l'accès à ce compartiment suppose qu'il n'est procédé lors de l'admission ni à une émission ni à une cession dans le public. Antérieurement à la suppression de l'appel public à l'épargne, il avait été observé que « *quoique faite sans offre au public, l'admission sur le compartiment professionnel place l'émetteur sous le régime de l'appel public à l'épargne* »³. Aujourd'hui, les paramètres changent mais le constat perdure. L'admission sur le compartiment professionnel, quoique réalisée sans offre public, est substantiellement alignée sur le régime des offres au public.
112. Pour saisir le bien-fondé de l'exigence d'établissement d'un prospectus en pareille hypothèse, il faut toutefois avoir égard non aux conditions d'admission sur le compartiment professionnel mais à ses effets. En principe, les articles 516-18 et 516-19 du règlement général AMF restreignent l'accès généralisé des émetteurs admis sur un tel compartiment à l'ensemble des investisseurs d'une double manière. D'une part, l'article 516-18, alinéa 2 n'autorise les émetteurs à solliciter le transfert de leurs instruments financiers hors du compartiment professionnel qu'à l'occasion « *d'une émission ou d'une cession d'instruments financiers dans le public donnant lieu à l'établissement d'un prospectus* ». D'autre part, selon l'article 516-19, les instruments financiers admis aux négociations sur le compartiment professionnel « *ne peuvent être acquis par un investisseur autre qu'un investisseur qualifié (...) qu'à l'initiative de cet investisseur et lorsque ce dernier a été dûment informé des caractéristiques de ce compartiment par le prestataire de services d'investissement* ».
113. Ces deux textes se complètent en réalité. Selon le second, en ce qu'elle s'adresse à des investisseurs qualifiés, l'admission sur le compartiment professionnel suppose une information additionnelle des investisseurs non qualifiés, réalisée par le prestataire de services d'investissement. Selon le premier, l'accès généralisé au public n'est plus soumis à une autre condition qu'à la réalisation d'une opération répondant aux conditions générales d'information du public. Comme on l'a observé, « *si l'absence de sollicitation du public est*

¹ O. DOUVRELEUR, « Appel public à l'épargne sans offre au public : le nouveau compartiment professionnel du marché réglementé », *RTDF* n° 2 – 2008, p. 4 : « Dans le cadre du compartiment professionnel au contraire, c'est à l'intérieur même des frontières de l'appel public à l'épargne qu'est pris en compte le placement privé ».

² Cf. *infra*, n° 226.

³ O. DOUVRELEUR, « Appel public à l'épargne sans offre au public... », *préc.*, p. 4.

une condition d'entrée et de maintien sur le compartiment professionnel, elle est, corrélativement, un empêchement à la sortie de ce même compartiment, sous la forme du transfert vers les compartiments « ordinaires » du marché réglementé»¹. L'accès des investisseurs non qualifiés au compartiment professionnel reste possible moyennant un renforcement de leur information et les émetteurs du compartiment professionnel ne pourront plus largement diffuser leurs titres hors de ce compartiment qu'en se soumettant aux exigences normales d'information du public². L'obligation ne présente simplement pas la même nécessité compte tenu de l'effet purement technique de l'admission demandée qui n'entraîne pas de manière nécessaire et immédiate la circulation des titres. Ainsi, en relation à une telle admission, l'information est générée par une offre à des investisseurs qualifiés qui est toutefois susceptible d'entraîner, de manière médiate, des effets semblables à une véritable diffusion dans le public. Les admissions sur le compartiment professionnel sont donc également assimilées à des offres au public compte tenu de leurs conséquences indirectes en terme d'accès des investisseurs non qualifiés aux titres admis aux négociations.

L'analyse ainsi proposée permet d'expliquer tant la nécessité de maintenir l'information initiale que les allègements qui résultent de l'admission sans offre au public.

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

114. Compte tenu des développements qui précèdent, n'eût-il pas été pertinent de conserver la notion d'appel public à l'épargne ? Si la suppression du statut qui en découlait est bienvenue en ce qu'elle limite les contraintes pesant sur les émetteurs qui procèdent à une opération ponctuelle d'offre au public de titres financiers sans avoir recours au marché, l'appel public à l'épargne rend bien compte, au pied de la lettre, des nécessités de soumettre à un régime commun les offres au public et les admissions aux négociations sur un marché réglementé. Le législateur national était donc bien inspiré de rassembler dans une notion cadre les opérations donnant lieu à l'élaboration d'un prospectus dont le fondement se situe précisément dans l'appel à l'épargne du public par les émetteurs.
115. En se gardant de soutenir à l'excès une position dont on conviendra qu'elle prête à discussion et, surtout, qu'elle n'apporte rien sur un plan pratique, alors même que l'on objecterait que

¹ *Idem*, p. 5.

² *Ibid*, p. 5 : « L'admission n'ayant donné lieu qu'à une information réduite, mais considérée comme adaptée aux investisseurs qualifiés, seuls visés par l'opération, le transfert hors du compartiment professionnel exige que cette information soit portée au niveau normalement requis sur les marchés réglementés et correspondant aux besoins des investisseurs non qualifiés ».

l'admission sur un marché ne constitue pas une offre au sens du droit commun, une identité substantielle perdue entre une telle opération et les offres au public de titres au sens strict. Ces deux opérations emportent un appel de l'émetteur, adressé à un public, en vue de permettre la transformation de l'épargne en investissement. En somme, l'absence de conceptualisation de la matière au niveau européen trouve justement un remède qui permet d'en établir la cohérence dans le droit français qui précédait le choix d'un alignement total. Seule importait la dissociation du statut d'émetteur coté avec celui d'émetteur réalisant une offre ponctuelle de titres financiers. L'expression d'appel public à l'épargne conserve en revanche toute sa valeur pour apprécier les caractères de l'admission aux négociations sur un marché et de l'offre au public justifiant leur soumission à un régime commun au plan de l'information.

116. L'établissement d'un prospectus est ainsi exigé en relation à deux procédés de diffusion de titres financiers, qui recouvrent trois types d'opérations. La publicité de l'offre de titres financiers découle de la communication d'une information suffisamment précise sur lesdits titres mais aussi du recours à un procédé particulier de distribution des titres dans le public constitué par le placement privé. Enfin, l'accès au marché est en lui-même assimilé à un procédé de publication d'une offre dans la mesure où la standardisation des modes de négociations selon des règles non discrétionnaires suppose que la passation d'un ordre sur lesdits titres suffira à former le contrat de souscription ou de cession d'où résultera le transfert de propriété.
117. Si, dans les deux cas, c'est l'accès à l'épargne publique qu'emporte le procédé par la diffusion des titres qui rapproche ces opérations quant à leur effet, il est apparu bien délicat de déterminer juridiquement les raisons d'une telle soumission d'opérations si différentes à un régime commun à partir de la qualification d'offre. En reprenant la démonstration sur le fondement de la formation du consentement, il est toutefois possible que les trois procédés nécessitent une information complète et détaillée sur la décision d'investissement car les investisseurs se trouvent en position d'exprimer une acceptation sur la seule base du procédé en cause. Reprenons-les séparément.

La première modalité d'offre au public est définie à partir d'une information suffisante intégrée à la communication relative aux titres financiers pour « *mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers* ». Il en résulte que le consentement exprimé par l'investisseur à l'achat ou à la souscription des titres financiers implique la formation du contrat. L'offre est en somme définie à partir de sa précision, qui doit être suffisante pour permettre la formation du contrat si celle-ci rencontre une volonté complémentaire de la part des investisseurs. Cette précision coïncide alors avec l'information impliquée dans la communication. Il n'est ainsi pas possible de conférer une véritable autonomie à cette catégorie d'offre au public, dès lors que celle-ci implique le recours à une

information au contenu déterminé de manière impérative par le biais d'un prospectus. Il en résulte que, dans cette première hypothèse, toute personne qui souhaite bénéficier de l'investissement du public en titre financier doit établir un prospectus afin que la décision des investisseurs vaille acceptation. Le prospectus est impliqué par les caractères requis de l'offre et les assure réciproquement, afin que la volonté d'investir manifestée dans le public vaille acceptation conduisant à la formation du contrat.

Dans la seconde hypothèse d'offre au public au sens strict de l'article L.411-1, 2° du Code monétaire et financier, le marché du titre financier vient aux investisseurs du fait de l'intervention d'un intermédiaire. C'est la qualité de mandataire conférée à l'intermédiaire qui permet la formation du contrat de souscription ou d'achat dans le cadre de l'opération de placement auprès des investisseurs. Ceux-ci sont, en effet, en position de contracter par représentation avec un tiers émetteur du fait du mandat conféré à l'intermédiaire. La formation du contrat suppose ainsi une nécessité de précision de l'offre antérieure à l'activité de placement afin que la décision de l'investisseur vaille acceptation. Le recours au placement constitue donc bien un procédé d'offre au public, du fait de l'indétermination des investisseurs potentiellement visés, tout comme des effets juridiques prêtés à la déclaration de volonté des investisseurs dont il est attendu qu'elle constitue une acceptation.

Enfin, l'admission aux négociations sur un marché réglementé vaut offre dans la mesure où les règles de marché prédéfinissent les conditions de formation du contrat entre l'émetteur et les investisseurs. Quelle que soit la modalité de l'offre lors de l'admission à la négociation – à prix ferme, minimal, ouvert, ou selon la procédure de première cotation – l'ordre de l'investisseur vaut acceptation des titres aux conditions proposées et ainsi formation du contrat.

118. Dans ces trois hypothèses, l'indétermination des destinataires de l'offre de titres financiers n'exclut pas la formation d'un contrat à l'égard de chacun d'entre eux. L'effet obligatoire généré par la décision individuelle de chaque investisseur est une acceptation. Telle est la conclusion paradoxale à laquelle on aboutit. La soumission des différents procédés de diffusion à une obligation d'information collective provient en réalité davantage de l'effet commun prêté à la réponse des investisseurs qu'à la détermination de la nature juridique de ces opérations. Offres au public et admissions forment une catégorie définie par un régime lui-même déterminé à raison des effets attendus de ces opérations. L'objectif étant de faciliter la conclusion des contrats, les instances normatives ont identifié différentes opérations qu'il convenait de soumettre à un régime d'information obligatoire afin de leur conférer le caractère d'une offre. Cela permet de donner plein effet à l'expression d'un consentement en sens contraire des investisseurs.
119. On doit saluer alors la clairvoyance de RIPERT qui écrivait au sujet des prétextes allégués par le législateur pour justifier l'état de réforme permanent du droit des sociétés par actions que

« *faute d'un plus grand dessein, on s'est mis d'accord sur celui-ci : protéger l'épargne. Cela ne veut rien dire puisqu'il s'agit justement de mettre la main sur l'épargne* »¹. L'information constitue alors l'instrument adapté pour accéder à l'épargne en ce qu'elle donne juridiquement plein effet aux décisions d'investissement par la définition des éléments permettant l'expression d'un consentement éclairé. Élément de régime commun aux offres de titres financiers, que ce soit par ou en dehors de tout recours au marché, le prospectus est un instrument de définition des caractères d'une offre au sens du droit commun des contrats permettant l'accès direct des émetteurs à l'investissement. L'objectif de protection du consentement conduit à la détermination du consentement des investisseurs recherché par le législateur.

120. **Synthèse** – Alors que certaines opérations sont formellement qualifiées d'offre au public en ce qu'elles tendent directement à l'expression d'un consentement par les destinataires, l'analyse de la nature juridique des admissions de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé a mis en lumière une réelle difficulté de qualification. C'est le constat de leur communauté d'effet avec les offres au public de titres financiers qui a conduit à affirmer que, si elles n'en reçoivent pas la qualification, elles y sont néanmoins assimilées.

Dès lors, il convient de conclure à un certain empirisme des instances normatives, qui attribuent les caractères d'une offre à des opérations différentes à raison de leurs effets communs en termes d'accès à l'épargne du public. Si toutes ces opérations présentent les caractères d'une offre en ce que l'information contenue dans le prospectus leur confère les caractères de fermeté et de précision conduisant à la formation d'un contrat en cas d'acceptation des investisseurs, la qualification d'offre au sens du droit commun n'est pas intuitive. À ce titre, c'est en fin de compte la notion, désormais obsolète, d'appel public à l'épargne qui apparaissait la plus à même de ramener à une unité les opérations envisagées, rassemblées par leurs effets plutôt que par leur nature juridique.

C'est alors vers l'objet commun aux offres au public et aux admissions aux négociations sur un marché réglementé qu'il convient de se tourner pour établir comment le législateur procède pour déterminer le contenu standardisé de l'information nécessaire aux intervenants. L'offre au public et l'admission aux négociations sont définies à partir de leur objet particulier, les titres financiers. Ce sont ainsi les spécificités tenant à l'objet commun de ces opérations qui permettent de rendre compte de leur soumission à une exigence commune d'élaboration d'une information initiale.

¹ G. RIPERT, *Aspects juridiques du Capitalisme moderne*, 2^e éd., L.G.D.J., 1951, p. 55.

Section II : La nécessité d'informer sur un risque

121. L'information permet de conférer à des procédés de diffusions dans le public de titres financiers les caractères juridiques d'une offre. Ce lien entre l'information et les différentes figures d'offres de titres financiers révèle que la démarche suivie par les instances normatives repose sur une identification d'opérations ayant des implications similaires en terme d'accès des émetteurs à l'épargne. Elle est ainsi pragmatique et empirique bien davantage que systématique.
122. Pour établir la cohérence du dispositif, il faut alors compléter l'analyse du fondement de l'obligation collective à raison de sa teneur. L'existence d'une obligation collective d'information doit ainsi être étudiée non plus à partir de l'acte juridique qui la comporte mais à raison de son objet. Comment se réalise la fonction descriptive de l'information par le biais du prospectus ? Quel que soit le titre financier concerné, le contrat de souscription dont il constitue l'objet suppose une prise de risque pour l'investisseur, un risque d'investissement. L'objectif de protection de l'investisseur, qu'affiche dans ses considérants la directive prospectus¹, fonde l'exigence d'une information adéquate sur le risque de la décision d'investissement². Au sens du considérant 19 de la directive, « *l'investissement en valeurs mobilières, comme toute autre forme d'investissement, comporte des risques. Des garanties visant à protéger les intérêts des investisseurs effectifs et potentiels doivent être mises en place dans tous les États membres, pour permettre auxdits investisseurs d'évaluer ces risques en connaissance de cause et de prendre ainsi leurs décisions d'investissement en pleine connaissance de cause* ».
123. À ce titre, le dispositif élaboré par la directive 2003/71/CE vise à réaliser la protection des investisseurs par « *la fourniture d'une information complète sur ces valeurs mobilières et leurs émetteurs* »³, que la publication d'un prospectus permet d'assurer de façon appropriée⁴. Du fait que l'investissement est une décision par nature prospective, il implique la connaissance initiale des risques liés à l'instrument financier concerné. Or, l'appréciation initiale de ce risque présente une complexité intrinsèque en ce que le risque d'investissement doit nécessairement être présenté compte tenu de la situation de l'émetteur. En effet, le risque d'investissement ne saurait être appréhendé uniquement en fonction du strict objet du contrat, mais doit être établi en considération des perspectives du contractant. L'investissement profite à l'émetteur aux fins du développement de son activité. L'information doit donc s'articuler entre la transmission au marché de données relatives à ces cocontractants particuliers que sont

¹ Considérants 10, 12, 16, 18 de la directive 2003/71/CE.

² Au sens du considérant 21 de la directive 2003/71/CE, « l'information constitue un facteur déterminant pour la protection des investisseurs ».

³ Cons.18.

⁴ Cons.18, *in fine*.

les émetteurs et la communication des caractéristiques du titre financier et de ses modalités. Une telle prise de risque se fonde de manière générale sur l'exercice de la liberté contractuelle. À ce titre, l'étendue du contrôle du régulateur sur l'information contenue dans le prospectus doit être précisée. Si l'octroi d'un visa sur le prospectus doit assurer que l'information constitue bien la condition d'exercice de la liberté contractuelle, il convient d'apprécier dans quelle mesure le contrôle de l'information sur le risque ne masque pas un contrôle plus substantiel de l'opportunité de contracter.

Ce risque caractéristique des titres financiers, qui forme l'objet essentiel de l'information contenue dans le prospectus, sera désigné et présenté comme le risque d'investissement (§1). Il conviendra ensuite d'envisager le type de contrôle qu'exerce le régulateur sur cette information collective, limité à l'évaluation de sa cohérence (§2).

§1. L'information sur le risque d'investissement

124. *Le risque d'investissement peut être défini en général comme la probabilité d'une dépréciation de la valeur d'un titre financier ou de son rendement, liée au titre lui-même comme à l'émetteur.* Le risque financier est donc de nature patrimoniale et trouve sa source dans le bien lui-même et dans la situation du cocontractant. C'est à partir d'une telle présentation du risque générateur d'un besoin de connaissance pour le marché que doit être présenté le contenu du prospectus.

Celui-ci a en effet pour objet la connaissance de ce bien que constitue le titre financier et de l'émetteur, la seconde ayant vocation à enrichir la première (A). Cette exigence de connaissance se double toutefois d'une quête de compréhension avec l'établissement d'un résumé, dont la signification et la portée doivent être précisées (B).

A. La connaissance du risque d'investissement

125. L'information initiale a pour fonction essentielle la description de ce qui a été désigné comme le risque d'investissement. Tel qu'il résulte du dispositif, l'objet de l'information contenue dans le prospectus se présente en effet comme deux séries d'éléments complémentaires. Selon l'article 212-7 du règlement général AMF, « *le prospectus contient toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des titres financiers (...) sont nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers (...) ainsi que les droits attachés à ces titres financiers*

et les conditions d'émission de ces derniers »¹. L'émetteur et les titres financiers forment donc les deux éléments du prospectus qui font l'objet d'une information formellement distincte lorsque le prospectus est établi sous forme de documents distincts. En pareille hypothèse, au sens des 1° et 2° de l'article 212-9, le prospectus se décompose² en un document de référence ou, en vue de la première admission des titres de capital, un document de base, qui comprend les informations relatives à l'émetteur et une note, qui présente les titres financiers. En somme, ainsi qu'on l'a remarqué, on retrouve, dans le prospectus, « *les mêmes éléments que ceux qui servent, dans l'ensemble du droit privé, à analyser la qualité des consentements. Il y est question de la personne de l'auteur de l'offre et de son pouvoir, de la société, de son environnement et de ses résultats, de l'opération en cause* »³. Il en résulte que « *les diverses obligations qui pèsent sur l'émetteur peuvent être résumées dans celle de fournir au destinataire tous les éléments pour que son consentement soit éclairé* »⁴.

126. C'est aux fins de la détermination et de l'unification des éléments d'information exigés pour permettre l'appréciation du risque d'investissement qu'un règlement a été adopté au niveau européen⁵. Au sens de son considérant 2, « *selon le type d'émetteur et la catégorie de valeurs mobilières concernés, il y a lieu d'établir une typologie d'exigences minimales de publicité correspondant aux schémas les plus fréquemment utilisés dans la pratique* ». Cette dualité se trouve reprise dans la définition d'un élément particulier d'information devant figurer dans tout prospectus. Il s'agit des facteurs de risque qui, au sens de l'article 2, 3) du règlement, désignent « *l'ensemble des risques qui sont propres à la situation de l'émetteur et/ou à ses valeurs mobilières et qui ont de l'importance pour la prise de décisions d'investissement* ». Ces facteurs n'étant pas autrement précisés par le règlement dans les différents schémas, l'AMF a publié en janvier 2006, dans le sillage d'une recommandation de la COB⁶, un guide d'élaboration des documents de référence⁷, précisé par une recommandation⁸ indiquant les facteurs de risque. Il s'agit, sans que l'énumération soit limitative⁹, des risques industriels et environnementaux, des risques juridiques, des risques de crédit et/ou de contrepartie, des risques opérationnels, des risques de liquidité et des risques de marché, subdivisés à leur tour

¹ Comp. Article 5, paragraphe 1 de la directive 2003/71/CE.

² Outre le résumé, mentionné à l'article 212-9, 3° RG AMF.

³ F.-G. TRÉBULLE, *L'émission des valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 103, p. 103.

⁴ *Idem*, n° 99, p. 99.

⁵ Règlement mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, JOUE 30.4.2004, L149/1.

⁶ *Bulletin Mensuel COB*, janvier 2003, n° 375, *Recommandations pour l'élaboration des documents de référence relatifs à l'exercice 2002*, p. 28, la rubrique consacrée aux facteurs de risque.

⁷ *Guide sur l'élaboration des documents de référence dans le nouveau contexte réglementaire*, AMF, 30 Janv. 2006, interprétation n° 2 des facteurs de risque.

⁸ *Recommandation de l'AMF sur les facteurs de risques - Mise à jour du guide d'élaboration des documents de référence*, 29 octobre 2009.

⁹ *Recommandation AMF précitée*, p. 4, point 1.2.

en risques de taux et de change¹, en risques sur actions et autres instruments financiers et sur matières premières². L'ensemble de ces facteurs doit, au sens de l'AMF, faire l'objet d'une présentation en tenant compte des spécificités de l'émetteur, compte tenu de l'importance plus ou moins significative des risques en cause³.

127. Il ne rentre pas dans l'objet de ce travail de procéder à une étude détaillée des risques et données qui doivent figurer dans le prospectus selon le type d'émetteur ou de titre concerné. La réglementation repose en effet sur un lourd formalisme destiné à prendre en compte la variété des émetteurs et des catégories de titres financiers en cause⁴. N'en résultent pas moins de dix-sept schémas et modules⁵ complétés par un tableau permettant de les combiner⁶. Il s'agit simplement de rendre compte de la méthode utilisée pour préciser le contenu de ce qui a été désigné comme le risque d'investissement.

Aux fins d'une prise de décision par le destinataire, le prospectus voit ainsi son contenu déterminé en fonction de l'exigence de connaissance du bien que constitue le titre financier (1) qui suppose elle-même également une connaissance de l'entité émettrice afin d'apprécier le risque lié au cocontractant (2).

1. Le bien

128. Objet du contrat conclu entre l'émetteur et l'investisseur, le titre financier est aussi le premier objet d'information véhiculée par le prospectus. Le risque est identifié et décomposé dans les différents schémas de prospectus qui figurent dans le règlement CE n° 809/2004 du 29 avril 2004. L'information doit ainsi rendre compte de différents paramètres permettant d'apprécier le risque attaché aux titres financiers objets de l'offre ou de l'admission.
129. Un tel risque est apprécié en considération des caractéristiques juridiques du titre lui-même. Une telle information varie donc selon le titre en cause. Sont communes à tous les titres les

¹ V. P. CLERMONT, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly Editions, 2009, n° 299, p. 215-216.

² *Recommandation AMF* du 29 octobre 2009 précitée, p. 6 et suivantes.

³ *Recommandation AMF* du 29 octobre 2009 précitée, p. 4, point 1.2.1. : « L'AMF encourage les émetteurs à mettre en évidence et à présenter leurs facteurs de risque avec clarté et précision en mettant davantage en avant les risques qu'ils considèrent comme significatifs ».

⁴ Le considérant 6 du règlement énonce que, « le plus souvent, étant donné la multiplicité des cas de figure possibles – différents types d'émetteurs, différentes catégories de valeurs mobilières, intervention ou non d'une tierce partie en qualité de garant, cotation ou non –, un schéma unique ne suffirait pas à fournir aux investisseurs les informations dont ils ont besoin pour prendre leurs décisions d'investissement. En conséquence, une combinaison de plusieurs schémas devrait être possible. Il convient donc de proposer un tableau non exhaustif des différentes combinaisons de schémas et modules possibles pour la plupart des catégories de valeurs mobilières existantes, afin d'aider les émetteurs à établir leurs prospectus ».

⁵ Annexes I à XVII du règlement.

⁶ Annexe XVIII du règlement comprenant un tableau articulant les schémas et modules.

informations figurant au point 4 des différents schémas de notes du règlement¹. Il s'agit de la description de la nature et de la catégorie de valeurs mobilières offertes ou admises à la négociation, de la législation en vertu de laquelle les valeurs mobilières ont été créées, de leur forme nominative, au porteur, physique ou dématérialisée et de la monnaie dans laquelle l'émission a eu lieu ainsi que les restrictions imposées à la négociabilité des titres et la date d'éventuelles émissions à venir. Constitue également un élément d'information généralisé à l'ensemble des titres la description dans la note de facteurs de risques influant sensiblement sur les « *valeurs mobilières offertes et/ou admises à la négociation, aux fins de l'évaluation du risque de marché lié à ces valeurs mobilières* »².

130. Au-delà, l'information relative aux droits attachés aux titres voit son contenu logiquement déterminé en fonction de la spécificité du titre en cause. S'agissant d'actions³, la note doit indiquer les modalités d'exercice du droit aux dividendes, du droit de vote, du droit préférentiel de souscription de titres de même catégorie, du droit aux boni de liquidation⁴, ainsi que les clauses de rachat ou de conversion des actions. Concernant les titres d'emprunt, la description du titre suppose l'indication du taux d'intérêt nominal et le sous-jacent lorsqu'il s'agit d'un taux variable⁵, celle de la date d'échéance et des modalités d'amortissement de l'emprunt⁶ et celle du rendement de la méthode de calcul ayant permis de le déterminer⁷, ainsi que les modalités de représentation des détenteurs de titres auprès de l'émetteur⁸. S'agissant d'instruments dérivés, la description de l'instrument suppose une information précise relative à l'influence du sous-jacent sur leur investissement⁹, à ses caractéristiques¹⁰ et, en particulier, à toute perturbation du marché ou du règlement susceptible d'avoir une incidence sur lui¹¹.

De manière nécessaire, l'information exigible doit rendre compte des principales caractéristiques juridiques du titre et de ses conditions d'émission. Elle est associée à une information détaillée relative à l'émetteur.

2. L'émetteur

¹ Annexes III, pour les actions, V pour les titres d'emprunt et XII, pour les instruments dérivés.

² Annexe III, point 2 pour les actions et annexe V, point 2.1 pour les titres d'emprunt.

³ Annexe III, point 4.5.

⁴ Le règlement parle du « droit de participation à tout excédent en cas de liquidation », point 4.5 de l'annexe V.

⁵ Annexe V, point 4.7.

⁶ Annexe V, point 4.8.

⁷ Annexe V, point 4.9.

⁸ Annexe V, point 4.10.

⁹ Annexe XII, point 4.1.2.

¹⁰ Annexe XII, point 4.2. ; égal., concernant les titres adossés à des actifs, la description des actifs sous-jacents exigée à l'Annexe VIII, point 2.

¹¹ Annexe XII, point 4.2.3.

131. La connaissance initiale de l'émetteur est essentielle à la décision d'investissement, que ce soit par souscription de titres à émettre ou par acquisition de titres déjà émis. En effet, « *la décision d'investissement, qui va se traduire par l'acceptation de l'offre émise par le pollicitant reflète une appréciation sur les chances de développement de l'émetteur et, partant, de gain pour le souscripteur* »¹. En d'autres termes, la description de l'émetteur est ainsi essentielle à la détermination des perspectives de rentabilité de l'investissement réalisé. La connaissance de l'émetteur constitue toutefois l'objet des obligations d'information liées à la négociation de ses titres ou de contrats qui les prennent pour sous-jacents sur les marchés réglementés ou organisés d'instruments financiers. Il convient donc de présenter le contenu de l'information relative à l'émetteur contenue dans le prospectus (a) avant de déterminer dans quelle mesure elle doit être distinguée, par sa fonction, de l'information exigée des émetteurs au titre de l'information réglementée, une fois intervenue l'admission de leurs titres ou de contrats financiers les prenant pour sous-jacents sur un marché réglementé² (b).

a. Le contenu de l'information relative à l'émetteur dans le prospectus

132. Le dispositif issu de la directive prospectus et de son règlement d'application détaille les informations du prospectus relatives à « *l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur* », au sens de l'article L.412-1, I du Code monétaire et financier. Plus en détail, les différents schémas de document d'enregistrement contenus dans le règlement précisent sous un certain nombre de rubriques l'ensemble de ces éléments. Leur énumération est fastidieuse et elles ne seront qu'évoquées de manière indicative pour rendre compte de la recherche réalisée par les instances normatives de déterminer les données assurant aux investisseurs une information aussi complète que possible. On retiendra, de manière non exhaustive, qu'il est rendu compte de la situation financière³ de l'émetteur⁴ sous forme d'informations financières sélectionnées⁵, d'un examen de la situation financière et du résultat⁶, d'informations relatives aux tendances susceptibles d'en affecter les résultats⁷ et de

¹ F.-G. TRÉBULLE, *L'émission des valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 96, p. 97.

² Art. 223-1A RG AMF qui définit l'émetteur comme « toute entité ou personne morale dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article L.524-1 ou sont supports d'un contrat à terme ou d'un titre financier admis aux négociations sur un marché réglementé ».

³ V. P. CLERMONTÉL, *Le droit de la communication*, préf. N. MOLFESSIS, Joly Editions, n° 302, p. 218.

⁴ Concernant les titres émis par des États ou des collectivités publiques, les informations prescrites sont contenues dans l'annexe XVI et tiennent aux finances publiques et au commerce extérieur (point 4). Concernant les titres émis par des organismes internationaux et les titres d'emprunt garantis par un pays membre de l'OCDE, Annexe XVII, point 4.

⁵ Annexes I, point 3 ; IV, point 3 ; X, point 3 pour les certificats représentatifs d'actions.

⁶ Limité aux actions et aux certificats représentatifs d'actions, Annexes I et X, point 9.

⁷ Annexes I, point 12; IV, point 8; IX, point 7 ; X, point 12 ; pour les banques, Annexe XI, point 7.

prévisions ou d'estimations de bénéfices¹, d'informations financières historiques concernant le patrimoine de l'émetteur². Au titre de la présentation de l'activité de l'émetteur figurent, notamment, des informations donnant un aperçu de ses activités³, la mention des contrats importants conclus dans ce cadre⁴, des informations relatives à la recherche et au développement, ainsi qu'aux brevets et licences⁵. Enfin, c'est la personne de l'émetteur ou les caractéristiques de l'entité émettrice⁶ qui font l'objet d'une information de détail. Au titre des informations relatives à l'émetteur figurent des éléments relatifs à son histoire et son évolution, ainsi qu'à ses investissements⁷, à ses organes de direction⁸, à leur fonctionnement⁹ et à la rémunération de leurs membres¹⁰, à ses principaux actionnaires¹¹.

133. Ce n'est alors pas tant à l'analyse de la différence de ces éléments qu'il faut procéder qu'à la mise en relation du prospectus avec les obligations d'information qui s'imposent aux émetteurs lorsque leurs titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. Il faut en effet remarquer qu'un certain nombre des éléments d'information figurant dans le prospectus sont amenés à faire l'objet de mises à jour et de compléments dans l'hypothèse où il est procédé à l'admission des titres d'un émetteur sur un marché réglementé.

L'information contenue dans le prospectus n'est ainsi pas la seule exigée de l'émetteur. A ce titre, il est nécessaire de déterminer les raisons de la distinction du périmètre respectif de l'obligation d'établir un prospectus et des obligations d'information qui composent le statut d'émetteur coté¹².

b. La différence de fonction du prospectus et de l'information postérieure à l'admission aux négociations sur un marché réglementé

¹ Annexes I, point 13 ; IV, point 9 ; IX, point 8 ; X, point 13 ; XI, point 8.

² Annexes I, point 20, qui s'applique aux organismes de placement collectif en vertu du renvoi opéré par l'Annexe XV, point 8 ; égal. Annexes IV, point 13 ; VII, point 8 ; IX, point 11 ; X, point 20 ; XI, point 11.

³ Annexes I, point 6 ; VI, point 6 ; VII, point 5 ; IX, point 5 ; X, point 6 ; XI, point 5.

⁴ Annexes I, point 22 ; X, point 22 ; XI, point 12.

⁵ Annexes I, point 11 ; X, point 11.

⁶ Concernant les titres émis par des organismes de placement collectif de type fermé, il est fait renvoi aux informations exigées pour les titres actions par l'annexe I, auxquelles s'ajoutent essentiellement des informations relatives à la politique d'investissement et aux restrictions à l'investissement qui s'appliquent à l'organisme, points 1 et 2 de l'Annexe XV.

⁷ Annexes I, point 5 ; IV, point 5 ; VII, point 4 ; IX, point 4 ; X, point 5 ; XI, point 4. Les Annexes XVI et XVII, point 3, comportent des indications fort générales lorsque l'émetteur est un État ou une collectivité publique.

⁸ Annexes I, point 14 ; IV, point 10 ; VII, point 6 ; IX, point 9 ; X, point 14 ; XI, point 9.

⁹ Annexes I, point 16 ; IV, point 11 ; X, point 16 ;

¹⁰ Annexes I et X, point 15.

¹¹ Annexes I, point 18 ; IV, point 12 ; VII, point 7 ; IX, point 10 ; X, point 18 ; XI, point 10.

¹² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 430, p. 617.

134. L'information initiale n'est en effet que le premier élément d'information destiné au public dans l'hypothèse où l'émetteur procède à une admission de ses titres aux négociations sur un marché réglementé. Celui-ci se trouvera alors soumis à l'ensemble des obligations issues de la directive transparence¹ transposée au titre II du Livre II du règlement général AMF, relatif à l'information périodique et permanente. La connaissance de l'émetteur est assurée dans la durée par le biais de ces dernières obligations alors que le prospectus se présente comme un complément à une opération particulière, constituée en l'occurrence par l'admission des titres aux négociations sur un marché réglementé. Le contenu de l'information exigée des émetteurs cotés sera analysé dans la seconde partie de ce travail² mais il convient d'évoquer à ce stade qu'il recoupe largement les données relatives à l'émetteur incluses dans le prospectus. L'information périodique exigée par trimestre³, semestre et exercice est de nature essentiellement financière et commerciale et s'intègrent au rapport annuel un certain nombre d'informations relatives à l'activité et à la gouvernance de l'émetteur qui sont également mentionnées dans le prospectus. En outre, l'information relative aux principaux actionnaires dans le prospectus fait l'objet d'une nécessaire mise à jour du fait de l'obligation qui pèse sur les investisseurs de déclarer à la hausse ou à la baisse le franchissement de multiples seuils en capital ou en droits de vote.
135. En lui-même, le prospectus peut alors être présenté de deux manières. Il constitue une obligation attachée à une offre de titres financiers. Il intègre ainsi le régime des offres de titres financiers. Par ailleurs, en relation à ce procédé d'offre particulier que constitue l'admission des titres aux négociations sur un marché réglementé, il se présente comme la première information relative à l'émetteur déclenchant à sa charge une obligation d'information à exécution successive⁴. Dans les deux cas, cette information répond à un besoin de connaissance du public et conduit à constater que « *la société émettrice elle-même n'est plus prise en tant que personne juridique : elle apparaît simplement en tant qu'élément d'information, en tant que source d'information, bref, en tant que fait* »⁵. En forçant le trait, on peut aller jusqu'à affirmer que « *sur le marché, ce sont des informations plus encore que des titres, que la société émet* »⁶.

¹ Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, JOUE, 31.12.2004, L 390/38, dont la réforme est actuellement à l'état de proposition, COM(2011) 683, 25.10.2011.

² Cf. *infra*, n° 428 et s.

³ Information qu'entend supprimer la proposition COM(2011) 683, du 25.10.2011 précitée, qui procède à une réécriture de l'article 6 de la directive « transparence ».

⁴ Pour cette qualification, en relation à l'information périodique, fondée sur une succession d'obligations à terme, cf. *infra*, n° 431 et s.

⁵ M.-A. FRISON-ROCHE, « Le droit financier entre volontés et informations », in *Prospectives du droit économique – Dialogues avec Michel JEANTIN*, Dalloz, 1999, p. 14.

⁶ *Idem*, p. 15.

136. L'information collective contenue dans le prospectus et celle résultant du statut d'émetteur dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé doivent toutefois être distinguées. Le prospectus est une information sur une opération ponctuelle qui n'induit pas de manière nécessaire la soumission des émetteurs à des exigences d'information inscrites dans la durée. Cette différence résulte de la disparition de la notion d'appel public à l'épargne et du statut corrélatif qui en résultait pour les émetteurs. C'est la négociation des titres sur un marché réglementé qui conditionne le respect des exigences de transparence dans la durée. Le prospectus en est en réalité indépendant, quoiqu'il puisse inclure un certain nombre d'éléments également exigibles au titre de l'information continue.

137. Peut-on inférer de cette dissociation opérée par la réglementation entre prospectus et information liée à la négociation d'instruments sur un marché une différence entre les deux types d'information ? Il s'agit bien, dans les deux cas, de faire connaître la situation d'un émetteur en vue d'apprécier les perspectives de rentabilité d'un investissement.

Au plan strictement juridique, il existe toutefois deux différences notables entre ces obligations d'information. D'une part, ainsi qu'il a été vu, le prospectus constitue un document d'information précontractuelle nécessaire qui constitue une condition à la réalisation d'une offre de titre financier. Quoique légalement exigée, elle tend directement à la formation du contrat entre émetteurs et investisseurs. Au contraire, l'information réglementée, périodique et permanente, est purement liée au statut d'émetteur coté. Elle ne met pas en relation l'émetteur avec les futurs souscripteurs de titres particuliers faisant l'objet d'une offre ou d'une admission. Elle s'impose à l'émetteur du seul fait de sa présence sur le marché. De cette première différence en découle une seconde qui tient au champ d'application plus restreint de l'information mise à la charge des émetteurs cotés. En ce qu'elle ne résulte que de l'admission aux négociations sur un marché réglementé et ne s'applique pas aux émetteurs qui procèdent à une offre au public au sens strict que lui confère l'article L.411-1 du Code monétaire et financier.

138. C'est ainsi la présence de titres sur un marché qui est à l'origine de contraintes supplémentaires en termes d'information. La raison tient alors à ce que les obligations d'information qui portent sur la situation d'un émetteur remplissent deux fonctions distinctes. Bien que la décision d'investissement soit en toute hypothèse de nature prospective, la détermination du risque d'investissement s'opère de deux façons, compte tenu du contexte dans lequel elle est prise. L'information contenue dans le prospectus associe la description des caractéristiques du titre à celle de la situation de l'émetteur indépendamment de la présence sur un marché. Cette information permet une appréciation initiale du risque financier compte tenu des caractéristiques du titre et de la personne sur laquelle il constate un droit de créance pour le souscripteur-acquéreur. L'admission aux négociations des titres d'un émetteur ajoute à l'aléa inhérent à toute décision d'investissement un facteur de risque supplémentaire dont

l'évaluation ne saurait être figée au stade de la diffusion des titres dans le public. La négociation dans un cadre de marché est à l'origine d'une incertitude supplémentaire liée au mode de détermination du prix des titres ou contrats négociés. À la détermination initiale des perspectives de rentabilité d'un titre financier s'ajoute, lorsque les instruments financiers sont négociés sur un marché, la nécessité pour l'investisseur d'élaborer des prédictions relatives à ce que sera à l'avenir la valeur de l'instrument compte tenu des appréciations dont il fera l'objet par un public d'investisseurs.

139. *Si toute décision d'investissement suppose une anticipation, l'information contenue dans le prospectus ne rend compte que du risque inscrit dans cet objet d'investissement qu'est le titre lui-même.* L'anticipation se réduit à la description du bien, selon une logique juridique traditionnelle d'éclairage du consentement relatif à l'objet du contrat. L'information destinée au marché est, elle, principalement destinée à l'élaboration de prédictions sur la base d'éléments exogènes à l'instrument financier lui-même. Elle ne sert plus directement la connaissance de l'objet mais purement les anticipations nées du contexte de sa négociation. Inscrite dans la durée, la présence d'un émetteur sur un marché conduit à la nécessité de mettre à jour l'information qui s'y rapporte de manière à permettre au public de réaliser des anticipations sur le prix futur du bien ou contrat financier. Le prospectus éclaire une décision d'investissement ponctuelle mais, dans le cas de l'admission des titres aux négociations, cette opération soumet l'émetteur à un statut juridique lié à la présence de ces mêmes titres sur un marché réglementé. Cet effet particulier lié à l'admission aux négociations sur un marché des titres d'un émetteur ou d'un instrument les prenant pour sous-jacent permet d'apprécier qu'en dépit de leur similitude de contenu, l'information contenue dans le prospectus et celle exigée au titre de l'information réglementée n'ont pas la même fonction intellectuelle. C'est pourquoi il a été retenu dans ce travail de n'évoquer le dispositif « transparence » qu'en seconde partie.

B. La compréhension du risque d'investissement

140. La décision d'investissement ne suppose pas simplement la transmission de connaissances aux investisseurs. Elle implique, compte tenu du risque patrimonial qu'elle comporte, une délibération éclairée de leur part. Le droit des instruments financiers consacre ainsi une exigence d'intelligibilité de l'information qui ne doit pas uniquement être précise et exhaustive mais également, autant que possible, compréhensible par les investisseurs. Autant que possible car l'exigence d'un consentement éclairé ne saurait s'entendre de l'exigence d'une prise de décision opportune. Selon le considérant 15 de la directive 2010/73/UE, « *le résumé devrait être une source essentielle d'informations pour les investisseurs de détail* ». Le droit des instruments financiers illustre cette quête de compréhension du fait de la présence

d'un tel résumé comme complément des autres éléments d'information contenus dans le prospectus (1), dont la fonction de synthèse non technique de l'information ne saurait toutefois fonder une action en responsabilité à l'encontre de l'émetteur. Ses conséquences en termes de responsabilité doivent donc être précisées pour établir la portée véritable du résumé (2).

1. La fonction du résumé comme complément de l'information initiale

141. Tel que modifié par l'article premier, 5), a), i) de la directive 2010/73/UE du 24 décembre 2010, l'article 5, paragraphe 2 de la directive prospectus dispose désormais que le prospectus « *comprend un résumé, qui fournit de manière concise et dans un langage non technique, des informations clés dans la langue dans laquelle le prospectus a été établi initialement. La forme et le contenu du résumé du prospectus fournissent, en conjonction avec le prospectus, des informations adéquates sur les éléments essentiels des valeurs mobilières concernées afin d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces valeurs mobilières* ». Non encore transposée, cette nouvelle définition n'est pas encore en vigueur en droit français. L'exigence d'inclusion d'un résumé dans le prospectus résulte de l'article L.412-1, alinéa premier du Code monétaire et financier. Au sens de l'article 212-8, II, du règlement général AMF, il « *expose brièvement et dans un langage non technique les principales caractéristiques de l'émetteur, des garants éventuels et des titres financiers* »¹ et les « *principaux risques présentés par l'émetteur, les garants éventuels et les titres financiers concernés* ». La notion d'information clé introduite par la directive 2010/73/UE pour rendre compte de l'objet du prospectus ne modifie pas ces paramètres². On peut ainsi constater une coïncidence substantielle entre les éléments d'information inclus dans le détail du prospectus et dans son résumé, dont le contenu a été précisé dans la définition qu'en donne la directive 2010/73/UE. Le nouvel s) de l'article 2, paragraphe 1 énonce qu'il s'agit « *des informations essentielles et structurées de manière appropriée qui doivent être fournies aux investisseurs afin de leur permettre de comprendre la nature et les risques de l'émetteur, du garant et des valeurs mobilières qui leur sont offertes ou sont admises à la négociation sur un marché réglementé* »³. En somme, le résumé reprend de manière simplifiée et accessible la

¹ Transposant l'article 5, paragraphe 2 de la directive 2003/71/CE.

² Au sens du considérant 15 de cette directive, les informations clés « devraient porter sur les principales caractéristiques de l'émetteur, des garants éventuels et des valeurs mobilières ou admises à la négociation sur un marché réglementé, et les principaux risques présentés par ceux-ci. (...) Elles devraient aussi éclairer l'investisseur sur tout droit attaché aux valeurs mobilières et sur les risques liés à un investissement dans la valeur mobilière concernée ».

³ Le contenu des informations clés est ensuite précisé aux i) à v) du s) de l'article 2, paragraphe 1 de la directive. Il doit ainsi comporter une brève description i) des risques et caractéristiques essentielles de l'émetteur et de ses garants (i), des risques et caractéristiques essentielles de l'investissement dans la valeur mobilière concernée (ii), des caractéristiques générales de l'offre et des dépenses portées en charge pour l'investisseur par l'émetteur (iii),

présentation du titre, de l'émetteur, et des risques qui y sont associés afin d'assurer la compréhension des investisseurs. Il ne sert plus directement la description de détail du risque associé au titre ou à l'émetteur, mais tend directement à en assurer la compréhension par les investisseurs¹. La nouvelle définition qu'en donne la directive 2010/73/UE explicite à cet égard la fonction de complément qui revient au résumé en énonçant qu'il doit être lu, selon les termes de son article 5, paragraphe 2 précité, « *en conjonction avec le prospectus* ». Une telle fonction s'exprime dans les indications qu'il doit comporter à titre d'avertissement. Il doit être lu comme une introduction au prospectus, toute décision d'investissement devant être fondée sur son examen exhaustif².

Cette fonction de complément qui revient au résumé en vue de la compréhension des autres informations contenues dans le prospectus conduit à lui prêter un régime particulier sous l'angle de la responsabilité civile des personnes qui l'ont élaboré.

2. Les conséquences de la fonction du résumé sur la responsabilité de son auteur

142. Cette fonction de complément qu'assure le résumé conduit les instances normatives à le soumettre à régime particulier. L'article 212-8, 4° du règlement général de l'AMF³ dispose que le résumé doit comporter un avertissement au lecteur lui indiquant : « *que les personnes qui ont présenté le résumé, y compris le cas échéant sa traduction et en ont demandé la notification (...), n'engagent leur responsabilité civile que si le contenu du résumé est trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus* ». Ce texte résulte de l'invite faite aux États membres à l'article 6, paragraphe 2, alinéa 2 de la directive prospectus, de veiller « *à ce qu'aucune responsabilité civile ne puisse être attribuée à quiconque sur la base du seul résumé, y compris sa traduction, sauf si son contenu est trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus* ». La directive 2010/73/UE est venue ajouter comme autre hypothèse d'admission d'une action en

des modalités de l'admission à la négociation (iv) et des raisons de l'offre et de l'utilisation prévue des fonds récoltés (v). À défaut d'indications plus précises contenues dans le texte initial de la directive prospectus, l'AMF a ainsi proposé, dans une recommandation d'octobre 2007, un modèle d'organisation du résumé selon une répartition en quatre rubriques contenant les informations concernant l'émetteur, l'opération, la présentation et l'évolution du capital et les modalités pratiques de l'opération, *Recommandation de l'AMF sur le résumé du prospectus*, 4 octobre 2007 ; sur laquelle, P. CLERMONTTEL, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly Éditions, 2009, n° 294, p. 213.

¹ Le considérant 15 de la directive 2010/73/UE énonce que le résumé « devrait constituer une partie autonome du prospectus et être succinct, simple, clair et facile à comprendre pour les investisseurs concernés ».

² Article 5, paragraphe 2, a) et b) de la directive 2003/71/CE, transposé au 1° et 2° de l'article 212-8, III RG AMF.

³ Résultant de la transposition de l'article 5, paragraphe 2, a) à d) de la directive prospectus dont le contenu n'a pas été modifié par la directive 2010/73/CE du 24 novembre 2010. Cette disposition ne devrait donc pas connaître de modification à l'occasion de la réforme à venir du règlement général de l'AMF qu'engendrera la transposition de cette dernière directive.

responsabilité celle où le résumé « *ne fournit pas, lu en combinaison avec les autres parties du prospectus, les informations essentielles permettant d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces valeurs mobilières* »¹.

De prime abord, c'est ainsi l'irresponsabilité des auteurs du résumé qui est proclamée au titre des décisions prises en sa seule contemplation (a). Cependant, par le biais d'une telle proclamation, les instances normatives parviennent à un résultat différent. L'irresponsabilité est mesurée à l'aune de la conformité du résumé aux autres parties du prospectus. Cette irresponsabilité de principe n'est ainsi pas tant une cause d'exonération qu'une affirmation de la volonté de faire primer la connaissance sur la compréhension (b).

a. L'irresponsabilité proclamée

143. Le législateur a transposé la règle européenne à l'article L.412-1, alinéa 2 du Code monétaire et financier. Le principe a été repris à l'identique par rapport à la version d'origine de la directive prospectus et devrait faire l'objet d'une modification à l'occasion de la transposition de la directive 2010/73/CE fixée au 1^{er} juillet 2012 par son article 3. La réécriture à laquelle invitera ce dernier texte ne change pas le principe mais en précise toutefois la portée. La responsabilité est exclue, sauf contradiction entre le résumé et les autres parties du prospectus. Alors que, dans la version d'origine actuellement en vigueur, l'irresponsabilité ne cédait qu'à raison du caractère trompeur, inexact ou contradictoire du résumé par rapport aux informations contenues dans les autres parties du document, le nouveau texte ajoute que la responsabilité de l'émetteur peut être engagée lorsque le résumé ne fournit pas les informations essentielles permettant la prise de décision des investisseurs, « *lu en combinaison avec les autres parties du prospectus* ». On peut douter de l'apport d'une telle modification dans la mesure où le caractère incomplet du résumé en relation aux informations essentielles contenues dans le prospectus aurait déjà pu suffire à admettre son caractère trompeur, inexact ou contradictoire. L'objectif du résumé étant de rendre accessible aux investisseurs les données essentielles du prospectus, il ne fait pas de doute que leur absence est, en soi, de nature à fausser l'appréciation des investisseurs par rapport aux autres parties du prospectus.
144. Cet ajout met toutefois en lumière les contraintes qui pèsent sur les personnes en charge de la rédaction du résumé. Son importance tient autant à sa forme accessible qu'à son contenu. Il est un support de compréhension de l'information initiale dont il doit restituer l'essentiel. Il est alors permis de questionner le périmètre réel de l'irresponsabilité reconnue aux émetteurs sur la base du résumé du prospectus. Celle-ci ne tient pas tant à sa nature qu'à son contenu. Si

¹ Article premier, 6) de la directive 2010/73/CE.

celui-ci est conforme aux autres parties du prospectus, aucune responsabilité ne pourra être mise à la charge des rédacteurs et de l'émetteur. C'est donc, semble-t-il, une obligation de résultat qui est assignée aux rédacteurs du résumé s'ils veulent bénéficier de l'exonération établie.

Mais alors, s'agit-il véritablement d'une cause d'exonération, dès lors que l'irresponsabilité ne s'étend que s'il est établi qu'aucune faute n'a été commise dans la rédaction du résumé, dans sa forme comme dans son contenu ? La proclamation de l'irresponsabilité attachée au résumé n'est donc pas tant destinée à protéger les émetteurs qu'à inciter les investisseurs à un effort de vigilance et d'assimilation.

b. L'irresponsabilité finalisée

145. L'irresponsabilité de principe affirmée en relation au résumé du prospectus révèle les limites de la quête de compréhension. À la différence de l'exigence de connaissance, dont l'appréciation est objective, la compréhension présente une dimension purement intellectuelle en fonction des aptitudes du destinataire. Le résumé est un instrument de compréhension qui suppose sa correspondance aux informations contenues dans le prospectus. Il n'est toutefois pas, en soi, l'objet de connaissance par lequel est directement satisfaite la fonction descriptive de l'information.
146. Le dispositif relatif au résumé recèle ainsi une ambiguïté fondamentale. Il tend à la réalisation d'un objectif dont l'appréciation ne saurait être soumise à une sanction par le droit de la responsabilité. Cela explique que la seule responsabilité susceptible d'être recherchée repose sur la cohérence du résumé à l'égard des autres parties du prospectus. Si l'on n'admet pas que le résumé puisse constituer un substitut à la connaissance de détail du prospectus de nature à fonder une action en responsabilité, il faut considérer qu'il ne puisse induire en erreur le lecteur que s'il n'est pas la traduction simple et fidèle des éléments figurant dans le prospectus. Une contradiction fondamentale apparaît donc entre les dispositions de la directive 2010/73/UE et son considérant 15 selon lequel le résumé « *devrait constituer une partie autonome du prospectus* ».
147. En effet, comme cela a été observé dans le développement qui précède, n'est-il pas logique d'admettre que l'incohérence du résumé à l'égard des informations dont il rend compte engage la responsabilité de son auteur ? Cette circonscription de la responsabilité des émetteurs et des rédacteurs du résumé n'a en réalité pas d'autre portée que d'inviter les investisseurs à lire l'ensemble de l'information figurant dans le prospectus. En effet, de manière nécessaire, l'appréciation de l'incohérence du résumé qui en lui-même ne peut être

source de responsabilité, suppose sa mise en relation avec les autres informations figurant dans le prospectus pour fonder une action en réparation.

148. L'irresponsabilité de principe attachée au résumé n'est donc pas tant une protection des émetteurs, sans portée réelle à notre sens, qu'une incitation à la vigilance pour les investisseurs. La circonscription de la responsabilité à l'incohérence éventuelle du résumé avec le reste du prospectus tend à indiquer l'objet de la preuve qui devra être rapportée par les investisseurs pour engager la responsabilité de l'émetteur. Il ne s'agit donc pas tant de protéger l'émetteur en l'exonérant de toute responsabilité que de préciser à quelle condition celle-ci pourra être recherchée, afin de préserver au résumé sa simple valeur de complément du reste de l'information contenue dans le prospectus. Il est inexact de prétendre qu'il existe une irresponsabilité des émetteurs du fait de la rédaction du résumé. La mise en œuvre de leur responsabilité doit simplement résulter de la mise en relation du résumé avec les autres informations du prospectus, de manière à lui conserver sa véritable fonction de synthèse non technique de l'information initiale.
149. Il apparaît cependant que la mise en cause de la responsabilité des auteurs du résumé suppose d'établir à leur encontre une violation de l'obligation de cohérence qui leur est imposée au titre de la nécessaire mise en relation du résumé avec les autres parties du prospectus. C'est d'ailleurs d'une manière générale à un contrôle de la cohérence de l'information contenue dans le prospectus dans son ensemble que procède le régulateur à qui il revient d'apposer son visa au prospectus.
150. **Synthèse** - L'information collective se justifie à raison de la complexité et de l'importance du risque attaché aux titres financiers. Les aléas inhérents à toute décision d'investissement doivent être connus des investisseurs pour fonder de leur part l'expression d'un consentement éclairé. À ce titre, comme toute offre, les offres au public de titres financiers voient leur contenu déterminé sur la base des éléments d'information nécessaires à la connaissance du titre et de l'émetteur. En résulte une information particulièrement lourde qui justifie d'adjoindre un complément sous forme de résumé destiné à assurer la compréhension de l'information ainsi transmise. Sa valeur de simple complément laisse transparaître un objectif lorsque l'on s'attache à l'étude de son régime. Si la compréhension est souhaitable, la connaissance du détail de l'ensemble des informations contenues dans le prospectus doit fonder la décision d'investissement. Il en va de l'effet utile de la somme des informations exigées.

§2. Le contrôle de cohérence de l'information initiale exercé par le régulateur

151. Investie depuis l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 de la mission protéger l'épargne publique, l'autorité de régulation compétente dans l'ordre juridique français s'est vue dotée du pouvoir de viser l'information initiale à l'occasion d'une offre au public ou de l'admission aux négociations sur un marché réglementé. L'existence d'un tel contrôle tient ainsi logiquement à la diffusion des titres dans le public en raison du risque d'investissement qui y est associé. La mission de protection de l'épargne se ramène juridiquement, en l'occurrence, à une garantie de cohérence de l'information nécessaire à la prise d'un risque d'investissement. Ce n'est pas l'épargne qui est protégée mais les conditions permettant une prise de décision éclairée par les épargnants.
152. Ce contrôle est actuellement attribué à l'Autorité des marchés financiers par l'article L.621-8 du Code monétaire et financier¹ et s'applique tant au prospectus défini par l'article L.412-1 du même code qu'aux notes relatives à une offre publique d'acquisition d'instruments financiers dans les conditions prévues par l'article L.433-1². À ce titre, la portée d'un tel contrôle est définie dans des termes identiques que le visa porte sur un prospectus ou une note d'opération. Selon l'article L.621-8-1, alinéa premier du Code monétaire et financier, « l'Autorité des marchés financiers vérifie si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes »³. Au niveau européen, la directive prospectus désigne par « approbation », à son article 2, paragraphe 1, q), « l'acte positif à l'issue de l'examen par l'autorité compétente de l'État membre d'origine visant à déterminer si le prospectus est complet, si les informations qu'il contient sont cohérentes et s'il est compréhensible ».
153. Si, quant à sa nature, l'acte juridique d'approbation du prospectus se présente comme un acte administratif du fait de l'autorité dont il émane⁴, l'analyse de l'étendue d'un tel contrôle n'est pas aisée à déterminer tant celui-ci a été délimité par la jurisprudence dans un chas d'aiguille. La pratique décisionnelle de l'ancienne COB comme de l'AMF est en effet ancrée à une position de principe désormais établie. Le régulateur, conformément aux orientations données par la Cour d'appel de Paris, réalise un contrôle limité à la cohérence et à la pertinence de l'information délivrée. Sont ainsi exclues de son contrôle l'authenticité de l'information communiquée comme l'appréciation de l'opportunité de l'opération pour les parties.

¹ En vertu de l'article 212-20 du règlement général AMF, « lorsqu'il est satisfait aux exigences du présent chapitre (...), l'AMF appose son visa sur le prospectus ». À l'heure actuelle, le délai d'apposition doit intervenir au maximum dans les 10 jours de négociation qui suivent la délivrance de l'avis du dépôt (art.212-21, al.3), délai porté à 20 jours s'agissant d'une première offre au public ou d'une première admission aux négociations sur un marché réglementé (art.212-22, al.4). Antérieurement, art. 1^{er} du règlement COB n° 98-01.

² Art.L.621-8, IX COMOFI.

³ Les offres et admissions pour lesquelles l'AMF est compétente pour délivrer un visa sont déterminées par l'ensemble des règles unilatérales qu'énonce l'article 212-2 RG AMF.

⁴ K. DECKERT, *La sollicitation publique des investisseurs en droits communautaire, français et allemand*, Thèse Paris I, 2009, p. 179.

Il s'agit donc d'un contrôle qui s'intercale entre un examen purement formel du prospectus, qu'il dépasse, et une analyse substantielle de son authenticité, à laquelle il ne s'étend pas (A). Sa raison d'être et sa portée s'expliquent logiquement par l'objet de l'information contenue dans le prospectus (B).

A. Un contrôle « supraformel et infrasubstantiel »

154. La définition du contrôle qui revient au régulateur par le biais de l'apposition de son visa est fort délicate à appréhender mais essentielle car, comme on l'avait remarqué du temps de la Commission des opérations en bourse, un tel contrôle « *conditionne, déclenche, autorise la confiance et la souscription du public* »¹. Bien qu'une telle définition se soit construite et articulée depuis le premier arrêt de la Cour d'appel de Paris à en avoir posé les jalons², on en trouve une formulation complète dans un arrêt du 19 mai 1998³. Selon cet arrêt, « *le visa délivré par la Commission n'implique ni approbation de l'opportunité, ni appréciation des modalités de l'opération soumise à son contrôle, et ne vaut pas davantage authentification des éléments comptables et financiers contenus dans la note d'opération, le contrôle de la Commission visant à vérifier la pertinence et la cohérence de l'information diffusée aux investisseurs* ». À cette formulation de principe, il convient d'ajouter encore une importante précision donnée par la Cour d'appel de Paris dans l'affaire qui opposa l'Association de défense des actionnaires minoritaires à la Caisse des dépôts et consignations dans le cadre de l'offre au public d'achat par cette dernière des actions du Crédit foncier de France pour le compte de l'État. La Cour d'appel de Paris avait alors précisé que « *par l'octroi de son visa, la Commission, ne se limitant pas à un simple contrôle formel de l'information, certifie qu'ont été vérifiées la pertinence et la cohérence de cette information* »⁴.
155. La combinaison de ces différentes maximes a été reprise par la COB dans son communiqué du 10 novembre 2000⁵ au sujet du document de référence comme de la note d'information. Le pouvoir de contrôle exercé par le biais du visa n'est ainsi pas un contrôle de validité au fond de l'exactitude et de l'authenticité des éléments d'information contenus dans le prospectus ni

¹ F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 125, p. 119.

² CA Paris, 18 nov.1977, *Dr. sociétés* 1978, comm. n° 22 ; *Bull. COB* 1978, n°105, p.3 ; *Bull. Joly* 1978, §90, p.181.

³ CA Paris, 19 mai 1998, n° 97/26141, *Buckel c/ Fermière du Casino Municipal de Cannes*, *Bull. Joly Bourse*, sept. 1998, p. 651, obs. A. COURET ; *Banque & Droit*, juill.-août 1998, n° 60, p. 33, note H. de VAUPLANE ; *RJDA* 1999, n° 1235, p. 927.

⁴ CA Paris, 13 novembre 1996, *ADAM c/ CMF, Banque & Droit*, n° 51, Janv.-févr. 1997, p. 32, chron. H. de VAUPLANE et, sur pourvoi ayant conduit à un arrêt de rejet, Com. 29 avril 1997 : *Rev. soc.* 1997.817, note P. LE CANNU. Égal., CA Paris, 14 mai 2002, 1^{ère} ch. sect. H : *RDBF*, sept.-oct. 2002, n° 5, p. 278, obs. A. COURET. À propos d'un projet d'offre public d'acquisition, dans les mêmes termes, CA Paris, 21 octobre 2003, *Syndicat professionnel de l'agriculture et de la ruralité « Verte France » et autres / Crédit Agricole, Crédit Lyonnais et COB, Banque & Droit*, mars-avril 2004, p. 34, chron. H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE.

⁵ *Bull. COB* nov.2000, n° 350, p.1 ; *JCP E* 2000, p. 1832.

un contrôle de pure forme, borné au seul examen de la présence de l'ensemble des éléments requis par la réglementation. Les seules règles établissant les conditions de validité du prospectus ont en réalité trait à sa validité temporelle¹.

156. Cet interstice entre examen de forme et appréciation du fond s'opère par le biais de la distinction entre l'authenticité de l'information contenue et sa cohérence. Alors que la vérification de la première ferait du visa une véritable attestation du régulateur, la seconde suppose simplement une appréciation par ce dernier de la qualité intellectuelle de l'information communiquée au public. C'est ainsi l'adéquation du prospectus à sa fonction comme information, permettant d'apprécier le risque et l'opportunité d'une opération, qui forme l'objet du contrôle exercé par le régulateur.
157. La cohérence interne de l'information contenue dans le prospectus constitue donc tant l'objet du contrôle du régulateur que le fondement à la mise en œuvre de la responsabilité des auteurs du résumé du prospectus. L'articulation des différents éléments du prospectus doit ainsi faire l'objet d'une double vérification, aux conséquences juridiques distinctes. La cohérence globale du prospectus est une condition à l'octroi d'un visa du régulateur et celle du résumé avec les autres parties du prospectus est nécessaire pour permettre aux auteurs du résumé d'échapper à toute mise en cause de leur responsabilité.
158. On observera que la cohérence qui forme le paramètre du contrôle du régulateur semble se distinguer de l'obligation de cohérence désormais imposée aux commercialisateurs de parts d'OPCVM depuis l'arrêt *Aubin*², qui sera évoqué plus avant³. En relation aux obligations qui pèsent sur les intermédiaires financiers, la cohérence de l'information divulguée dans les documents publicitaires est déterminée par référence à l'investissement proposé. Le contrôle de cohérence auquel procède le régulateur semble ainsi se situer sur un autre plan. La cohérence est interne à l'information elle-même comme instrument d'appréciation du risque. Il n'est pas nécessaire d'établir la correspondance de l'information au produit proposé. Il s'agit simplement que les différents éléments du prospectus rendent compte de manière cohérente des paramètres de nature à déterminer le risque d'investissement. En somme, alors que la cohérence recherchée en matière de commercialisation de parts d'OPCVM suppose la

¹ Il s'agit de l'article 212-24 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui fixe, comme l'article 9, paragraphe 1 de la directive prospectus, à 12 mois après sa publication la durée de validité du prospectus dûment complété si nécessaire par des notes relatives à des faits nouveaux significatifs ou des erreurs ou inexactitudes, note également visée par l'AMF dans un délai de 7 jours selon l'article 212-25. La suggestion d'étendre le délai de validité du prospectus à 24 mois n'a finalement pas été retenue par la directive 2010/73/UE.

² Com. 24 juin 2008, pourvoi n° 06-21798, *Aubin c/ Caisse d'épargne et de prévoyance Île-de-France Paris* : *Bull. civ.* IV, 2008, n°127 ; *D.* 2008, p. 1892, obs. X. DELPECH : *RDBF*, sept.-oct. 2008, ét. 20, note M. ROUSSILLE ; *Banque & Droit*, 2008, p. 23, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS et J.-P. BORNET ; *Banque & Droit*, 2008, p. 70, obs. F. BUISSIÈRE ; *JCP G* 2008, II, 10160, note N. MATHEY ; *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 398, note H. GUYADER ; *RTD com.* 2008, p. 590, obs. M. STORCK ; *RLDA* 2008/30, n° 1797, obs. S. PIELDELIÈVRE ; *Adde* H. CAUSSE, « Responsabilité boursière : nouvelle donne pour la distribution financière et la gestion de patrimoine », *RDBF*, juill.-août 2008, ét. 17.

³ Cf. *infra*, n° 352.

prise en compte des caractéristiques du produit proposé, l'information contenue dans le prospectus fait l'objet d'un contrôle limité à son aptitude à servir de fondement cohérent d'une décision. Le contrôle exercé sur l'information communiquée est alors nécessairement différent. Celui qui pèse sur les intermédiaires financiers, exercé par le juge, permet d'établir l'authenticité de l'information publicitaire diffusée. Celui qui pèse sur les émetteurs ou les offreurs et auquel se limite le régulateur est un contrôle de cohérence interne du prospectus lui-même comme instrument de mesure du risque par ses destinataires.

La limitation du contrôle de l'AMF à la cohérence interne de l'information contenue dans le prospectus est alors destinée à préserver la liberté d'appréciation du risque par le public.

B. Un contrôle destiné à préserver l'appréciation du risque par le public

159. S'il est difficile à restituer avec rigueur, le contrôle qui vient d'être décrit répond à une exigence essentielle. La fonction du régulateur ne saurait être de se poser en arbitre de l'opportunité économique des opérations qui doivent être réalisées sur le marché. Plus limitée, l'appréciation des autorités de marché « *ne peut porter expressément sur l'opportunité du projet mais sur sa cohérence, sur la qualité de l'information fournie au public* »¹. Ainsi qu'on l'a justement écrit, « *ce contrôle limité est justifié, car le rôle de l'autorité de contrôle n'est pas de juger le produit (...); elle aide les investisseurs à prendre leur décision en connaissance de cause, mais elle ne se substitue pas à eux* »². Le contrôle de cohérence répond donc à la nécessité de maintenir la liberté d'accès des émetteurs au marché et, du côté de la demande, l'appréciation du risque par les investisseurs (1). La nature particulière de ce contrôle s'explique également par l'articulation à laquelle il se prête avec celui, plus substantiel, qu'exerce l'entreprise de marché dans le cadre d'une demande d'admission aux négociations (2)³.

1. La préservation de l'appréciation du risque par le public

¹ F.-G. TRÉBULLE, *L'émission des valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 133, p. 127, présenté par cet auteur comme un « véritable principe d'intervention des autorités de marché ».

² K. DECKERT, *La sollicitation publique des investisseurs en droits communautaire, français et allemand*, Thèse Paris I, 2009, p. 180.

³ Pour une description des étapes de l'admission, K. VUILLEMIN, « L'admission des titres sur un marché réglementé », *Dr. sociétés* juin 1997, p. 3 et, spéc., sur l'intervention du régulateur (la COB à l'époque) et la décision de l'entreprise de marché, p. 7-8. V. sous l'angle de la société impétrante, J.-J. DAIGRE, D. BOMPOINT et F. BASDEVANT, « L'introduction en bourse », *Actes pratiques*, mai-juin 1999, p. 4.

160. Ne peut-on pas s'étonner que l'octroi de son visa par l'AMF soit simplement soumis à un examen de la cohérence de l'information contenue dans le prospectus, alors que son inexactitude peut, par la suite, donner lieu à la mise en cause de la responsabilité de son auteur au titre du manquement de fausse information ? Pourquoi remettre au régulateur un contrôle somme toute limité plutôt qu'un contrôle d'opportunité destiné à assurer davantage de sécurité au marché ?
161. Il existe en réalité des explications multiples à un tel contrôle. Certaines sont d'ordre systématique et, quoique jamais avancées, n'en sont pas moins présentes. Le régulateur, doté de sa juridiction particulière, n'est pas censé se poser en arbitre de l'opportunité économique des opérations sur le marché¹. Le contrôle de l'information est ainsi corrélé à une exigence infuse de non immixtion initiale du régulateur, généralement requise par ailleurs du juge face aux choix de gestion effectués par les organes sociaux. Tout comme il n'est pas souhaitable que le juge se substitue aux organes sociaux dans la détermination de l'intérêt de la personne morale², le régulateur n'a pas pour fonction de préjuger des intérêts de l'émetteur et des investisseurs à l'opération, dont l'évaluation relève en définitive de la liberté contractuelle. Exiger un contrôle plus poussé de l'opération reviendrait ainsi à faire du régulateur un « planificateur ».
162. Cette explication non juridique sans doute un peu convenue est toutefois supportée par l'analyse juridique de la teneur de l'information véhiculée par le prospectus précédemment menée. Informer sur les risques d'investissement revient à attribuer aux investisseurs les instruments intellectuels d'analyse leur permettant une juste appréciation de l'opportunité d'investir dans les titres de l'émetteur. Au stade de l'initiative de l'opération, seule la cohérence de l'information peut constituer un objet pertinent d'un contrôle de nature à préserver la liberté des émetteurs³. Fondement de la formation d'un lien contractuel,

¹ F.-G. TRÉBULLE, *op. cit.*, n° 132, p. 125, qui notait, que la COB, « lorsqu'elle délivre son visa, autorise l'opération au vu de la qualité des informations dispensées mais ne se prononce pas sur l'opportunité de l'opération proposée ».

² On pense à ce titre aux procédés tortueux auxquels a recours la jurisprudence pour éviter de consacrer la théorie du jugement valant acte à titre de sanction d'un abus de minorité et, désormais, d'égalité. Dans l'arrêt *Flandin c/ société Alarme service*, la chambre commerciale avait retenu que « le juge ne pouvait se substituer aux organes sociaux légalement compétents et (...) [qu'] il lui était possible de désigner un mandataire aux fins de représenter les associés minoritaires défaillants à une nouvelle assemblée et de voter en leur nom dans le sens des décisions conformes à l'intérêt social mais ne portant pas atteinte à l'intérêt légitime des minoritaires », Com. 9 mars 1993, *D.* 1993, jur., p. 363, note Y. GUYON ; *LPA* 1993, n° 36, p. 12, note P. M. ; *JCP E* 1993. II. A. VIANDIER ; *Dr. sociétés* 1993. n°95, obs. H. LE NABASQUE ; *RJDA* 1993, n°323, concl. RAYNAUD ; *Gaz. Pal.* 13 juill. 1993, note J. BONNARD ; *JCP N* 1993, jp. 293, note J.-F. BARBIÉRI ; *JCP* 1993. II. 22107, note Y. PACLOT ; *Rev. soc.* 1993, p. 403, note P. MERLE ; *Rev. fr. compta.* 1993, p. 35, note P. REIGNÉ ; P. LE CANNU, « Le minoritaire inerte », *Bull. Joly* 1993, p. 537, § 152. Ainsi, le juge ne peut se substituer par sa décision à l'exercice de leur droit de vote par les minoritaires mais, l'abus constaté, peut désigner un mandataire pour voter à leur place. Le mandataire ne votera-t-il nécessairement pas dans un sens contraire à celui des minoritaires, dès lors que l'exercice initial de leur droit a été qualifié d'abus ? En dépit de ses imperfections, cette solution a été maintenue et récemment étendue aux situations particulières des abus d'égalité, qui ne constituent en réalité que la figure extrême de l'abus de minorité : Com. 31 mars 2009, *Bull. Joly* 2009, p. 660, note P. LE CANNU.

³ De telles considérations ne sauraient toutefois dissimuler les tentatives opérées par la COB puis l'AMF de réaliser un contrôle plus poussé de manière indirect, par le biais de l'introduction d'avertissements destinés au

l'information contenue dans le prospectus ne doit être appréciée par le régulateur qu'afin de déterminer si « *les destinataires de l'offre disposent d'éléments d'information pertinents et cohérents* »¹. Pareille raison d'être à l'exclusion d'un contrôle d'opportunité de l'opération envisagée a été parfaitement explicitée dans un arrêt de la Cour d'appel de Paris saisie d'un recours en annulation d'un visa accordé à une note d'information relative à une offre publique d'achat simplifiée². La Cour avait alors précisé que le visa de la COB ne porte pas sur l'opportunité de l'offre publique « *qui relève de la seule appréciation de l'initiateur, que les souscripteurs éventuels demeurent libres de partager ou de rejeter en apportant ou non leurs titres à l'opération* »³. On ne saurait être plus clair. Si le contrôle de l'information est nécessaire pour s'assurer que les parties disposent des éléments essentiels présentés de manière cohérente en vue d'une prise de décision, au-delà, la liberté contractuelle retrouve son empire. L'information se profile donc comme la condition juridique fondant la liberté de s'exposer au risque financier et « *peut ainsi déployer son effet régulateur des comportements (principe de disclosure regulation), la « régulation substantielle » (« substantive regulation») n'étant appelée à intervenir que subsidiairement* »⁴.

À ce titre, à l'occasion d'une admission aux négociations sur un marché, le contrôle exercé par l'entreprise de marché apparaît plus substantiel, en fonction d'un paramètre constitué par la préservation des conditions de fonctionnement du marché.

2. L'articulation avec le contrôle substantiel exercé par l'entreprise de marché

163. Le contrôle du régulateur est complété par celui de l'entreprise de marché lors d'une admission aux négociations. En effet, « *si l'AMF doit viser le prospectus, elle ne décide pas de l'admission qui relève de la seule compétence de l'entreprise de marché* »⁵, ainsi que l'énonce l'article L.421-14, I, alinéa premier du Code monétaire et financier⁶. La question se

public dans le prospectus. Cette pratique, validée par la Cour d'appel de Paris dans un arrêt du 29 mai 1991 (Affaire *Cie des diamantaires d'Anvers*, *Juris-Data* n° 1991-021977, *JCP E* 1991, pan. 697), est toutefois source d'incertitudes quant à sa conformité aux missions du régulateur et aux textes européens. Sur cette question, v. K. DECKERT, *op. cit.*, p.181.

¹ F.-G. TRÉBULLE, *op. cit.*, n° 131, p. 125.

² Compte tenu de l'identité des conditions de délivrance du visa à des prospectus ou à des offres publiques d'achat, la solution s'applique par extension à la délimitation du contrôle exercé sur les premiers. En ce sens, pour expliquer l'exclusion d'un contrôle d'opportunité, F.-G. TRÉBULLE, *op. cit.*, n° 132, p. 125

³ CA Paris, 7 juill. 1995, *Franck Noël et agent judiciaire du Trésor c/ Crédit Lyonnais, sociétés Abacus Finance et banque Colbert*, 2^e espèce, *Bull. Joly Bourse* 1995, p.517, note H. de VAUPLANE.

⁴ A. PIETRANCOSTA, « Transparence des sociétés cotées », *RDBF*, mai-juin 2003, p. 176.

⁵ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 630, p. 812.

⁶ Selon cette disposition, « l'admission d'instruments financiers et d'actifs mentionnés au II de l'article L.421-1 aux négociations sur un marché réglementé est décidée par l'entreprise de marché, conformément aux règles du marché concerné ».

pose donc de savoir quel type de contrôle doit exercer l'entreprise de marché pour accéder à une demande d'admission.

164. De façon quelque peu schématique, on peut affirmer que si l'AMF apprécie la cohérence de l'information délivrée au public, l'entreprise de marché ne se place pas du point de vue des destinataires de titres financiers, lors de la décision ponctuelle d'admission mais va en évaluer les conséquences dans la durée à l'échelle de l'ensemble du marché. L'entreprise de marché ne se fait par arbitre de l'opportunité de l'opération en tant que telle mais va apprécier celle-ci eu égard à ses répercussions sur le fonctionnement du marché et sur sa réputation. À ce titre, son contrôle ne se limite pas au seul examen de la cohérence du prospectus. Sans s'attacher à résoudre la question classique du rattachement des entreprises de marché¹ à la puissance publique², il faut ici évoquer la « *mission d'intérêt général* »³ qui leur revient. Selon l'article L.421-2, alinéa 2 du Code monétaire et financier, « *l'entreprise de marché effectue les actes afférents à l'organisation et l'exploitation de chaque marché réglementé qu'elle gère. Elle veille à ce que chaque marché qu'elle gère remplisse en permanence les exigences qui lui sont applicables* ». Pour bénéficier de la reconnaissance de marché réglementé, l'entreprise de marché doit établir des règles de marché transparentes et non discrétionnaires destinées à assurer une négociation équitable et ordonnée et à fixer des critères objectifs en vue de l'exécution efficace des ordres selon l'article L.421-10, alinéa premier du Code monétaire et financier. C'est dans le cadre de l'exercice d'un tel pouvoir réglementaire dérivé⁴ que les

¹ On rappellera qu'en droit français, les entreprises de marché qui gèrent les marchés réglementés ont la forme de sociétés commerciales au sens de l'article L.421-2, alinéa premier du Code monétaire et financier, en dépit de la définition plus large qu'en donne l'article 4, 13) de la directive 2004/39/CE qui se réfère à la notion d'« opérateur de marché » et énonce simplement qu'il s'agit d'« une ou plusieurs personnes gérant et/ou exploitant l'activité d'un marché réglementé ». La notion d'entreprise de marché n'a pas vocation à être introduite au niveau européen à la faveur des propositions de réforme du dispositif issu de la directive précitée. La définition d'opérateur de marché devrait simplement être déplacée dans un futur règlement. Elle est en effet reprise dans les mêmes termes à l'article 2, 4) de la *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement [EMIR sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux]*, COM(2011) 652, 20.10.2011. Sur la nature privée des entreprises de marché, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 559, p. 768.

² M. GOLDBERG-DARMON, *Le droit de l'introduction en bourse*, préf. M.-A. FRISON-ROCHE, Banque éd., 2003, p. 158 : « La question qui se pose est celle de savoir si l'on peut considérer, malgré le silence de la loi, que l'entreprise de marché est investie d'une mission de service public et dotée, à cette fin, de prérogative de puissance publique ». On pourrait même voir dans l'interdiction faite à l'entreprise de marché de déléguer certaines décisions à des tiers qui résulte de l'article 512-1 du règlement général de l'AMF la caractéristique d'une fonction de police générale qui, en tant que telle, est insusceptible de délégation : CE, Ass. 17 juin 1932, *Ville de Castelnaudary*, R. 595.

³ D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, Litec, 3^e éd., 2008, n° 35, p. 29, définissant l'entreprise de marché comme « une entreprise de droit privé, chargée d'une mission d'intérêt général ».

⁴ En ce sens, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 560, p. 770 : « En confiant ainsi l'élaboration des règles de marché à une entreprise privée, la loi a opéré un véritable glissement du pouvoir normatif : celui-ci nous paraît incontestable même si ces règles doivent être approuvées par l'Autorité des marchés financiers. La conséquence en est que les règles édictées, dont la nature est réglementaire, s'imposent aux membres du marché, que ceux-ci le veuillent ou non, leur seule liberté étant d'adhérer ou non au marché, peu important que le Code monétaire et financier ait cru bon d'affirmer que les relations entre les entreprises de marché et les membres sont de nature contractuelle et que les règles de marché exigent desdits membres l'engagement de les respecter ». Sur

règles de marché doivent déterminer notamment, en vertu de l’alinéa suivant, « *les conditions d’accès au marché et d’admission aux négociations des instruments financiers et des actifs mentionnés au II de l’article L.421-1¹* ». C’est alors sur la base des conditions d’admission déterminées dans les règles de marché que l’entreprise de marché est amenée à rendre une décision individuelle d’admission² fondée concurremment sur les dispositions du Code monétaire et financier. L’association des règles issues de ce code aux règles de marché étend considérablement les paramètres de la décision d’admission, qui ne se limite plus à l’accès des investisseurs à une information cohérente. L’article L.421-14, I, alinéa 2 dispose que les règles de marché « *garantissent que tout instrument financier ou tout actif visé au II de l’article L.421-1 admis aux négociations sur un marché réglementé est susceptible de faire l’objet d’une négociation équitable, ordonnée et efficace* ». À cette condition générale, reprise au titre des motifs de refus d’admission dans les règles de marché harmonisées d’Euronext³, s’ajoutent les conditions d’admission qu’imposent les règles de marché elles-mêmes, relatives à la documentation à fournir⁴ et aux titres⁵.

165. C’est toutefois la condition issue du Code monétaire et financier tenant au fonctionnement équitable, ordonné et efficace du marché des titres d’Euronext ou à la réputation d’Euronext dans son ensemble qui laisse le plus de latitude à l’entreprise de marché et confère une dimension véritablement substantielle à la décision d’admission. Cette prise en compte des intérêts généraux du marché et de l’entreprise de marché détache en effet la décision d’admission du contrôle de cohérence exercé par le régulateur. Alors que ce dernier est une vérification des conditions dans lesquelles peut être prise la décision d’investissement, la décision d’admission sort de la logique contractuelle et se fonde sur la dimension institutionnelle du marché. En somme, ce n’est plus le risque inhérent à la relation entre émetteur et investisseur qui est pris en compte mais la présence même de l’émetteur sur le marché qui est appréciée sous l’angle de ses incidences sur celui-ci.
166. **Synthèse** - Compte tenu du risque attaché à ce bien que constitue le titre financier, l’information standardisée destinée à en rendre compte fait l’objet d’un contrôle de nature particulière par le régulateur. Défini dans ce travail comme « supraformel et

l’étendue du pouvoir réglementaire et du pouvoir de décision de l’entreprise de marché, D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, Litec, 3^e éd., 2008, n°35, p.29.

¹ Il s’agit, au sens de cette disposition, des quotas d’émission de gaz à effet de serre définis à l’article L. 229-15 du code de l’environnement et des autres unités visées au chapitre IX du titre II du livre II du même code.

² Sur ce pouvoir de décision individuelle, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 560, p.770.

³ Art.6401 (ii) du Livre I des règles harmonisées de marché d’Euronext, 13 mai 2011. Au titre des motifs de refus, la même disposition évoque (i) le fait que l’émetteur ne remplisse pas une ou plusieurs des conditions d’admission énoncées au chapitre 6 des règles de marché ou par la réglementation nationale en vigueur ; (iii) l’admission des titres sur un autre marché lorsque l’émetteur ne s’est pas acquitté des obligations résultant de cette admission ; (iv) la présence de l’émetteur ou de ses bénéficiaires réels sur la liste des sanctions de l’UE ou celle établie par l’OFAC.

⁴ Point 6.5 du Livre I des règles harmonisées de marché d’Euronext précitées.

⁵ Aux conditions générales d’admission de titres, inscrites au point 6.6, s’ajoutent des conditions propres à différentes catégories de titres au point 6.7 du Livre I des règles harmonisées de marché d’Euronext précitées.

infrasubstantiel », il tend à vérifier la cohérence de l'information présentée mais non son authenticité et ne saurait s'étendre à l'opportunité de l'opération projetée qui repose, en définitive, sur l'émetteur et les investisseurs au nom de la liberté contractuelle qui constitue le véritable cadre juridique de la prise du risque d'investissement. Si un contrôle plus poussé de l'opération est réalisé par l'entreprise de marché, c'est au nom d'un impératif supérieur qui tient à la préservation de conditions de négociation satisfaisantes sur un marché. L'admission sur un marché suppose ainsi un dépassement de la logique contractuelle des offres au public en faveur d'un contrôle plus substantiel au service de l'équilibre général du marché.

167. CONCLUSION DU CHAPITRE I - L'obligation d'information collective que constitue le prospectus est fondée sur la dimension collective de l'opération à laquelle est attachée, qui suppose l'information d'un public, et sur le risque particulier que comporte l'objet auquel elle se rapporte.

Le droit des instruments financiers s'attache à déterminer le régime de différents procédés permettant aux émetteurs d'accéder à l'investissement auprès d'un ensemble indéterminé d'investisseurs. Il dégage ainsi la nécessité d'une information standardisée qui constitue un élément caractéristique des offres au public du droit commun. On ne saurait pour autant conclure à une identité de nature juridique de l'ensemble des opérations conduisant à l'établissement d'un prospectus. Si certaines sont formellement qualifiées d'offre au public, les admissions aux négociations sur un marché réglementé n'y sont qu'assimilées au plan de leur régime, compte tenu de l'effet qu'elles emportent. Offres au public et admission ont toutes deux pour effet d'accéder à l'épargne et peuvent toujours être rassemblées dans la notion désormais abandonnée en droit positif d'appel public à l'épargne.

C'est par ailleurs l'objet propre du droit des instruments financiers qui détermine le contenu de cette information standardisée. Les titres financiers sont en effet porteurs d'un risque patrimonial propre, qui a été désigné par la notion de risque d'investissement. La détermination et l'évolution de leur valeur repose ainsi sur une interaction entre l'analyse de la situation du cocontractant de l'investisseur, soit l'émetteur auprès duquel les titres ont été souscrits, et les caractéristiques du titre financier lui-même. À ce titre, en vue de la prise de décision d'investissement d'où résultera la formation du contrat avec l'émetteur, la fonction descriptive de l'information en droit des instruments financiers est réalisée par le biais d'une articulation entre l'information relative au titre et celle permettant d'apprécier la situation de l'émetteur. C'est toutefois autant le contenu de l'information que son accessibilité aux investisseurs qui est conditionné par l'objet propre des procédés de diffusion de titres financiers. L'exigence de connaissance est associée à une quête de compréhension de l'information par les destinataires dont la signification est double. Il s'agit tant de permettre

une rencontre éclairée des volontés que de prémunir les émetteurs contre le risque juridique lié à la dépréciation éventuelle des titres financiers émis.

Destinataires de l'information communiquée par le prospectus, les investisseurs restent libres de prendre le risque impliqué par le titre financier en exerçant leur liberté contractuelle. Le contrôle de l'information opéré par le régulateur se trouve nécessairement limité par la préservation de la liberté d'appréciation des investisseurs sur l'opportunité d'acquérir ou de souscrire des titres financiers.

L'obligation d'information collective est ainsi fondée sur la nécessité d'assurer à un public l'accès à la description standardisée du risque particulier attaché aux titres financiers. Ce lien entre information et connaissance du risque doit alors être corroboré par l'étude du domaine de l'obligation d'information collective.

CHAPITRE II

LE DOMAINE DE L'OBLIGATION D'INFORMATION COLLECTIVE

168. L'obligation d'information collective relative aux offres de titres financiers est attachée au risque d'investissement qu'elle a vocation à faire connaître au public des investisseurs désireux de placer leur épargne en finançant les activités de l'émetteur. C'est ce postulat simple qu'il convient à présent de confronter au domaine de cette obligation en droit positif. C'est, en somme, en déterminant les situations dans lesquelles cette information apparaît pertinente que pourra être confirmée l'hypothèse consistant à mettre en relation l'information avec le risque patrimonial spécifique que comporte la décision d'investissement en titres financiers.
169. Dans cette perspective, on entreprendra de présenter le domaine de l'obligation de publication du prospectus en se démarquant de l'approche suggérée par un auteur dans un travail d'ensemble¹. Il a en effet été proposé, à partir de la notion de sollicitation publique précédemment évoquée, de rendre compte du domaine de l'obligation en distinguant les opérations exclues des titres pour lesquelles une telle obligation était exclue², l'étude des hypothèses de dispenses étant par ailleurs présentée dans un développement ultérieur³. Une telle approche paraît à la fois trop formaliste pour permettre de réordonner l'ensemble des limitations apportées à l'information collective et ne rend pas assez précisément compte du dispositif en droit interne.
170. S'il convient d'opérer une distinction entre trois ensembles de règles, la délimitation de l'information collective s'opère en droit interne d'un point de vue conceptuel sur la base *d'exclusions, d'exemptions et de dispenses*. Les exclusions sont les opérations formellement exclues par le législateur de la qualification d'offre au public. L'absence d'obligation d'information résulte du fait qu'il n'existe pas d'acte répondant à la qualification qui fonde une telle obligation, selon les divers procédés identifiés dans le chapitre précédent. Les exemptions et dispenses ne remettent au contraire pas en cause la qualification d'offre au public. Elles ne tendent qu'à limiter directement le champ de l'obligation d'information. La distinction entre exemptions et dispenses ne saurait toutefois être trop hermétique. S'il est vrai que les dispenses visent des opérations alors que les exemptions sont conçues par référence à

¹ K. DECKERT, *La sollicitation publique des investisseurs en droits communautaire, français et allemand*, Thèse Paris I, 2009.

² *Idem*, p. 27 et suivantes.

³ *Idem*, p. 124 et suivantes.

des catégories de titres, les opérations visées au titre des dispenses supposent toutefois d'avoir égard aux titres concernés. Pour illustrer cette affirmation, on relèvera que certaines dispenses prennent exclusivement en compte les actions¹. L'étude des dispenses suppose donc la prise en compte des caractéristiques des titres qui en forment l'objet dans certaines hypothèses.

171. Plus fondamentalement, cette division purement formelle entre exclusions, exemptions et dispenses, si elle rend exactement compte de l'articulation du droit positif, ne permet pas d'en mesurer la cohérence. L'analyse révèle pourtant que les délimitations de l'information collective auxquelles procèdent les instances normatives sont fondées sur des considérations alternativement subjectives et objectives qui doivent en conséquence être distinguées. Cela résulte d'ailleurs de la disposition inscrite à l'article L.412-1, I, alinéa 3 du Code monétaire et financier qui donne compétence à l'AMF pour fixer « *les conditions dans lesquelles les offres au public de titres financiers ou les admissions de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé qui ne justifient pas une information du public à raison soit de leur nature ou de leur volume, soit de la nature de l'émetteur ou des investisseurs visés, soit de la nature ou de la valeur nominale des instruments financiers concernés, sont dispensées de l'établissement de tout ou partie du document mentionné au premier alinéa* ». Si elle opère par renvoi au règlement général AMF, cette disposition dégage l'ensemble des considérations conduisant à circonscrire l'information collective, que cela résulte des exclusions de la notion d'offre au public ou des exemptions inscrites dans le Code monétaire et financier comme des dispenses énumérées par le règlement général AMF.
172. Bien qu'exhaustif, ce texte énonce dans le plus grand désordre des causes de délimitation de l'obligation d'information collective objectives et subjectives. Du côté des premières se trouvent la nature, le volume ou la valeur des titres concernés – que le texte désigne tour à tour de manière confuse comme des titres ou des instruments financiers – ; du côté des secondes, il est fait référence à la nature de l'émetteur ou des investisseurs visés. Il correspond donc mieux aux fondements du dispositif d'étudier la délimitation de l'obligation en considération de la logique subjective ou objective qui inspire la norme². Il paraît ainsi plus

¹ Articles 212-4, 1°, 4° et 5° et 212-5, 1°, 2°, 5° et 7° RG AMF.

² En relation à l'exemption relative à l'offre au public ou l'admission de titres de créances négociables d'une durée inférieure ou égale à un an, en vertu de l'article L.411-3, 5° du Code monétaire et financier, la méthode de délimitation est toutefois délicate à identifier. Cette dispense est en effet rétive à toute justification tranchée. Elle est objective en ce qu'elle s'attache à des titres financiers particuliers. Émis à l'unité, leur échéance de remboursement est suffisamment courte pour assurer une certaine visibilité à l'investisseur lors de leur acquisition. Elle est toutefois également subjective car l'échéance de remboursement renvoie en réalité à deux catégories de titres de créance négociables dont l'émission est réservée à certains émetteurs de façon plus restrictive par le dispositif. Cette exemption est fondée un type particulier de titres financiers comme sur leur échéance. Sont seuls visés les titres de créance négociables, dont on sait qu'ils ne peuvent être émis que par les personnes et entités énumérées aux articles D.213-7 et D.213-8 du Code monétaire et financier. L'échéance indiquée, qui ne peut dépasser un an, conduit toutefois à exclure certains TCN de la dispense. En effet, les bons à moyen terme négociable ont nécessairement une durée supérieure à un an lors de leur émission. Sont donc seuls concernés les certificats de dépôt, émis par les établissements de crédit et la Caisse des dépôts et consignations, et les billets de trésorerie, réservés aux entreprises d'investissement et aux émetteurs autorisés par la loi répondant à certaines exigences.

simple de déterminer dans quels cas l'obligation n'est plus exigée à raison de l'objet de l'opération ou de la qualité ou situation des parties. On précisera toutefois au cours de la démonstration les hypothèses qui relèvent d'une exclusion, d'une dispense ou d'une exemption.

Le besoin de connaissance est ainsi circonscrit de manière objective, compte tenu de l'instrument proposé et de l'opération envisagée (Section I). D'autre part, le prospectus ayant vocation à renseigner les investisseurs sur le risque d'investissement, son domaine est également délimité de façon subjective, en raison des garanties qu'offre l'émetteur ou des connaissances dont dispose l'investisseur (Section II)¹.

Section I : La délimitation objective

173. La délimitation objective de l'exigence d'une information collective destinée à éclairer le marché sur le risque d'investissement s'opère d'une double manière. D'une part, elle repose sur la distinction entre titres et contrats financiers en ce qu'elle ne s'applique qu'aux premiers. D'autre part, l'établissement d'un prospectus n'est pas requis pour toutes les opérations d'offre au public ou d'admission à la négociation d'instruments financiers. Limitée aux titres financiers, elle ne s'étend pas pour autant à l'ensemble des offres au public et des admissions aux négociations de l'ensemble des titres financiers. Si la démarcation fondée sur la différence entre deux catégories d'instruments financiers apparaît proprement juridique, celle qui opère au sein de la catégorie des titres financiers repose sur des considérations matérielles qui tiennent au titre ou à l'opération particulière en cause objet d'exclusion, de dispense ou d'exemption.

Ainsi, en premier lieu, seule une catégorie d'instruments financiers fait l'objet d'une information collective. Il s'agit des titres financiers, pour des raisons qu'il convient de préciser (§1). En second lieu, au sein même de la catégorie des titres financiers, il existe de nombreuses hypothèses dans lesquelles l'obligation d'élaborer un prospectus est écartée et qu'il conviendra d'ordonner (§2).

¹ Cette distinction entre délimitation objective et subjective du champ de l'obligation d'établir un prospectus rejoint en partie celle proposée par des auteurs qui avaient présenté le champ de l'appel public à l'épargne en distinguant les opérations qui en étaient exclues à raison des caractéristiques des intervenants et à raison de leur volume, A. COURET et H. LE NABASQUE et alii, *Droit financier*, 2^e éd., Dalloz 2012, n° 260 et s., p. 169. On s'en démarquera toutefois du fait de l'objet plus restreint de ce travail qui ne consiste pas à présenter en détail les règles applicables aux offres au public et aux admissions mais tend simplement à préciser le domaine de l'obligation de publier un prospectus susceptible d'y être associée. À ce titre, la prise en compte du volume de l'opération n'est que l'un des paramètres permettant de délimiter objectivement le domaine de l'obligation.

§1. La distinction entre les titres et les contrats financiers

174. Depuis l'ordonnance n°2009-15 du 8 janvier 2009, la distinction entre les titres et les contrats financiers a formellement été consacrée par le législateur à l'article L.211-1 du Code monétaire et financier, comme classification fondamentale au sein de la catégorie des instruments financiers¹. Or, selon les termes de l'article 412-1, alinéa premier du Code monétaire et financier, sont soumises à l'obligation de publier et tenir à disposition de toute personne intéressée un document destiné à l'information du public « *les personnes ou les entités qui procèdent à une offre au public de titres financiers ou à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé* ». Quel que soit le procédé en cause, l'obligation d'information n'est attachée qu'à la catégorie des titres financiers, les contrats financiers restant hors du périmètre de l'exigence d'élaboration d'un prospectus². Ainsi, les contrats financiers, également dénommés « *instruments financiers à terme* », selon l'article L.211-1, III du Code monétaire et financier et énumérés à l'article D.211-1A du même Code ne donnent pas lieu à l'établissement d'une information collective des investisseurs. Limitée aux titres financiers, l'exigence d'établissement d'un prospectus est ainsi délimitée en considération du type d'instrument financier qui forme l'objet de l'opération projetée.
175. Quels sont les caractères respectifs des titres et contrats financiers qui justifient de limiter aux premiers la communication d'une information collective aux investisseurs alors que les seconds comportent également un risque pour les souscripteurs ? En dépit du risque dont sont porteurs les instruments financiers dans leur ensemble pour les investisseurs³, il apparaît que le recours à une information collective n'est pas également pertinent ni adapté pour toutes les catégories d'instruments financiers.

Une telle délimitation de l'obligation d'information collective n'a pas fait l'objet d'analyses particulières en doctrine tant elle semble intuitive. On entreprendra toutefois d'en expliciter les raisons. Elle ne saurait s'expliquer par la différence de fonction économique dévolue aux deux catégories d'instruments financiers, du fait que certains titres financiers peuvent se voir

¹ Sur l'intérêt que présente cette distinction et ses limites tenant à l'absence de définition conceptuelle des catégories d'instruments financiers, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 81 et s., p. 87. Pour le même constat, à propos des instruments financiers à terme, qualifiés d'instruments dérivés par l'article 37 du Règlement (CE) N°1287/2006 de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les obligations des entreprises d'investissement en matière d'enregistrement, le compte rendu des transactions, la transparence du marché, l'admission des instruments financiers à la négociation et la définition de termes aux fins de ladite directive, JOUE, 2.9.2006, L.241/1, A. GAUDEMET, *Les dérivés*, préf. H. SYNVE, *Economica* 2010, n° 5, p. 3, et P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préf. J.-J. DAIGRE, IRJS Editions, 2011, n° 245, p. 271.

² A. PIETRANCOSTA, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance du 22 janvier 2009 », *RTDF*, n° 1/2 – 2009, p. 19, n° 5.

³ V. à propos des dérivés, leur analysée a été articulée autour l'idée que ces instruments constituent à la fois un instrument de transfert de risque et une source de risque pour les parties et les tiers, A. GAUDEMET, *Les dérivés*, préf. H. SYNVE, *Economica* 2010.

attribuer la fonction de contrats financiers (A). En revanche, c'est la possibilité même d'une telle obligation d'information collective qui est exclue en raison des caractères juridiques propres aux contrats financiers (B).

A. L'indifférence de la délimitation aux différentes fonctions économiques des instruments financiers

176. Il est usuel de distinguer les instruments financiers en raison de leur fonction économique. Alors que la plupart des titres financiers constituent des instruments de financement à moyen et long terme des entités qui les émettent, les instruments qui composent la catégorie hétérogène des dérivés servent la couverture et la spéculation. Alors que les premiers permettent d'assurer dans la durée les capitaux nécessaires au développement de l'activité d'un agent économique, les seconds constituent pour les opérateurs des instruments d'aménagement du risque financier que comportent leurs activités.
177. Pour sommaire qu'elle soit, cette présentation permet de mettre en lumière une différence tendancielle entre titres et contrats financiers fondée sur leur fonction économique. Une telle différence n'est pas sans incidence sur la maîtrise du risque patrimonial attaché aux différents types d'instruments financiers. L'investissement en titres financiers suppose, comme toute décision d'investissement, une prise de risque pour l'apporteur de capitaux. Il n'en reste pas moins que la souscription ou l'acquisition du titre se réalise au profit d'un bénéficiaire invariant, l'émetteur, dans l'attente d'un retour sur investissement, qui constitue la cause subjective du contrat pour l'investisseur. En somme, le risque d'un investissement non rentable impliqué dans l'acquisition de titres financiers ne constitue pas en soi la cause objective de l'opération, ni sa cause subjective, tant du côté de l'investisseur que de l'émetteur¹. Schématiquement, la cause objective est identique à celle d'une vente et réside dans le transfert des titres financiers contre le paiement d'un prix d'acquisition ou de souscription². La cause subjective de l'obligation de l'investisseur est constituée par l'espérance de profit alors que celle de l'émetteur réside dans le développement de ses activités. Il en résulte que le risque n'est pas, en soi, recherché par les parties. Il est impliqué par l'opération sans être nécessairement connu par l'investisseur. C'est cette dimension accessoire du risque à la détermination de l'objet du contrat qui fonde le besoin de

¹ Sur la distinction de la cause immédiate ou objective et de la cause lointaine ou subjective, F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *Les obligations*, 10^e éd., Dalloz, 2009, n° 333, p. 353.

² Sur la cause des contrats synallagmatiques, F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 340, p. 358 : « Dans les contrats synallagmatiques, la cause de l'obligation de chacune des parties réside dans l'objet de l'obligation de l'autre. En d'autres termes, la prestation due par chaque contractant sert de cause à l'obligation de l'autre. Ainsi, à raisonner sur la vente, l'acheteur promet de payer le prix parce que le vendeur s'engage à lui délivrer la chose vendue, et inversement, le vendeur promet de livrer la chose parce que l'acheteur promet de lui payer le prix ».

connaissance. Au contraire, qu'il s'agisse d'une opération de couverture ou de spéculation, la prise d'une position portant sur des contrats financiers suppose des deux parties un besoin économique distinct du financement. Ce besoin réside précisément dans la maîtrise d'un facteur de risque. Comme on l'a remarqué à propos des seuls instruments à terme, « *tous ces instruments (...) poursuivent un objet identique, l'anticipation d'un risque de prix sur les marchés financiers, et (...) reposent sur un mécanisme similaire, car leur valeur dérive de la valeur d'un sous-jacent* »¹.

178. Une telle différence de fonction économique entre titres financiers en général et dérivés pourrait ainsi paraître à même de justifier la délimitation de l'obligation de communiquer une information initiale aux seuls titres financiers. En effet, dès lors que le risque constitue l'objet même de tout contrat financier², indépendamment de la finalité poursuivie, comment les parties pourraient-elles l'ignorer ?
179. Une telle présentation souffre toutefois d'un défaut insurmontable. Certains titres financiers peuvent en effet être souscrits à des fins de couverture ou de spéculation. Il s'agit des titres dérivés auxquels appartiennent les warrants financiers, les *credit linked notes* ou encore les certificats de valeurs garantis³. La catégorie des dérivés est donc plus large que celle des instruments à terme visés à l'article L.211-1, III du Code monétaire et financier et désigne tant des titres et que des contrats financiers, les premiers devenant ainsi des « *instruments financiers à terme "titrisés"* »⁴. Ainsi, la catégorie des dérivés met à mal l'hypothèse d'une justification fondée sur la différence de fonction économique des titres et des contrats financiers du fait que les droits nés de dérivés peuvent être constatés dans des titres négociables sous forme de titres dérivés tels les bons d'option, certificats de valeurs garantis et dérivés de crédit titrisés⁵ et ce, qu'ils reposent sur la modalité d'un terme suspensif, le mécanisme de la promesse unilatérale de contrat ou un accord de reprise interne⁶. Ces titres

¹ P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préf. J.-J. DAIGRE, IRJS Editions, 2011, n° 245, p. 271. L'auteur démontre ensuite, en relation aux seuls contrats financiers, que leur critère de distinction comme catégorie ne saurait se trouver dans leurs causes subjectives qui sont spéculation et couverture (n° 249 et s., p. 275) pour proposer un critère à partir de l'objet que constitue l'anticipation d'un risque de prix, compte tenu de l'obligation de couverture imposée au donneur d'ordre (n° 337, p. 371). Le détour par la cause subjective n'était peut être pas nécessaire, dès lors que, dans sa fonction traditionnelle, elle suppose un examen de la cause sous l'angle de sa licéité, et non de son existence, F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 335, p. 357.

² P. PAILLER, *Le contrat financier, instrument financier à terme*, préf. J.-J. DAIGRE, IRJS Editions, 2011, n° 248, p. 273 : « l'objet des obligations de l'instrument financier à terme consiste dans l'anticipation d'un risque de prix, qui se résout juridiquement dans le versement d'une somme d'argent ou dans une livraison pour l'opérateur ».

³ Sur ces différents titres dérivés, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 140 et s., p. 214.

⁴ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 139, p. 214.

⁵ V. sur ce point le critère de classification juridique des dérivés proposés dans son ouvrage d'ensemble par A. GAUDEMET, qui opère une distinction selon que les droits nés des dérivés sont constatés ou non dans un titre de créance négociable, *Les dérivés*, préf. H. SYNDET, Economica, 2010, p. 51 et s. Les autres critères de classification proposés par cet auteur tiennent à la nature ferme ou potestative des droits nés des dérivés (p. 58) et à leur mode de dénouement, selon qu'ils permettent ou non le transfert de la chose sous-jacente (p. 60).

⁶ Le travail précité a déterminé dans ses trois procédés ceux qui permettent d'inclure une opération dans la catégorie des dérivés : A. GAUDEMET, *Les dérivés*, préf. H. SYNDET, Economica, 2010, n° 27 et s., p. 14.

financiers ne sont pas destinés à fournir un financement à l'émetteur, à la différence de ces titres de financement à long terme que sont les actions et les obligations. En outre, ils « *ne sont pas émis en exécution d'un contrat de société ou de prêt et leur valeur ne correspond ni à une fraction du montant d'une augmentation de capital ni à la division du montant global d'un emprunt* »¹. La possibilité de leur dénouement par le paiement d'un différentiel « *permet au souscripteur soit de se protéger contre l'évolution du cours du sous-jacent (instrument de couverture) soit de tirer profit de cette évolution (instrument de spéculation)* »².

Au-delà de cette observation simple, il convient alors de rechercher les raisons d'une telle délimitation objective de l'obligation de publier un prospectus, dans les caractéristiques des contrats financiers de nature à exclure la possibilité même d'une information collective.

B. L'absence d'émission, caractéristique des contrats financiers excluant la possibilité d'une information collective

180. En relation aux contrats financiers, seule une information individuelle est possible au titre de la description du risque porté par l'instrument³. Chacun sent intuitivement pourquoi l'établissement d'un prospectus n'est pas un procédé pertinent en vue de la connaissance du risque porté par les contrats financiers. D'un point de vue technique, le prospectus n'est pas adapté à l'information sur les risques qui constituent l'objet des contrats financiers du fait de leurs caractéristiques juridiques et non plus de leur fonction économique. Que l'on y recourt aux fins de couverture ou de spéculation, ces instruments financiers présentent un caractère commun qui exclut la pertinence d'une information collective des investisseurs sous forme de prospectus.
181. Il n'est pas question dans cette étude de réaliser une analyse juridique de détail des contrats financiers⁴. Il convient simplement de déterminer ce qui, en raison de leurs spécificités, rend impossible la détermination d'une obligation d'information d'une partie envers l'autre relativement au risque que comportent les contrats financiers. Un travail récent a ainsi présenté les instruments financiers à terme comme un « *mécanisme d'incorporation du*

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 139, p. 214.

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 139, p. 214.

³ La description du contrat financier relève ainsi exclusivement de l'information individuelle délivrée par le prestataire de services d'investissement qui sera envisagée dans le titre suivant de la présente partie de ce travail. L'appréciation de l'évolution du cours de contrats financiers se nourrit toutefois d'informations collectives dues par les émetteurs à des fins de prédiction, lorsque le sous-jacent est un titre financier, ainsi qu'on le verra dans la seconde partie de ce travail.

⁴ Ceux-ci ont déjà fait l'objet de travaux d'importance et sont encore source de discussions nombreuses : A. GAUDEMET, *Les dérivés*, préf. H. SYNDET, Economica, 2010 ; P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préf. J.-J. DAIGRE, IRJS Editions, 2011, spéc., la première partie consacrée à leurs caractères communs, n° 27 et s., p. 41.

risque », en distinguant le risque de marché, de crédit, de marchandise et social¹ qui, s'ils n'ont pas la même expression qu'en relation aux titres financiers, en ont bien la même teneur². Le risque peut d'abord être supporté par effet d'une permutation du risque financier que les parties se transfèrent réciproquement entre elles. Telle est l'hypothèse classique d'un swap de taux³. Le risque peut ensuite être supporté en intégralité par le vendeur d'une protection contre un risque particulier, comme cela peut être le cas pour des dérivés exotiques, tels les dérivés climatiques⁴. Mais cela ne saurait conduire à faire de l'acheteur de protection le débiteur d'une obligation d'information à l'égard d'un ensemble de vendeurs de protection.

182. Les titres financiers définis à l'article L.211-1, II du Code monétaire et financier présentent des caractères communs⁵ qui les distinguent des contrats financiers. Ils sont émis à l'occasion de la conclusion d'un contrat entre une entité et des souscripteurs, prennent la forme d'une inscription en compte qui en fait des instruments scripturaux et sont transmis hors des formalités du droit commun de la cession de créance, par simple virement de compte à compte. Les titres financiers sont ainsi émis par contrat, inscrits en compte et négociables⁶. Par un effet de symétrie, c'est sans doute l'absence des caractères évoqués à propos des titres financiers pour les contrats financiers qui permet d'apprécier l'absence de pertinence d'une information collective en la matière. Seul nous intéresse ici le lien entre le prospectus et les différentes catégories d'instruments financiers. Cette étape de la démonstration permettra d'établir l'absence de pertinence du modèle du prospectus en relation aux contrats financiers.
183. Est-il un de ces caractères qui fonderait la nécessité d'une information collective à l'occasion de l'offre de titres financiers ? De manière synthétique, « *aux titres émis, inscrits en compte et négociables, s'opposent des instruments d'une autre nature, qui ne sont pas « émis », ni inscrits en compte, ni négociables, et qui s'analysent en des formules-types de contrat proposées aux investisseurs et activées par la rencontre des consentements de deux opérateurs souscrivant au contrat en sens opposé* »⁷.

¹ P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préf. J.-J. DAIGRE, IRJS Editions, 2011, n° 8 et s., p. 18.

² Comp. avec la typologie des facteurs de risque évoquée dans le chapitre précédent, résultant de la *Recommandation de l'AMF sur les facteurs de risque – mise à jour du guide d'élaboration des documents de référence*, 29 octobre 2009.

³ J.-B. MOJUYÉ, *Le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...)* en France et aux États-Unis, préf. C. JAUFFRET-SPINOSI, L.G.D.J. 2005, n° 223 et s., p. 74 et spéc. n° 224 : « Un swap de taux d'intérêt est une transaction dans laquelle deux emprunteurs indépendants empruntent des montants identiques pour une même période, de différents prêteurs avec des intérêts calculés sur des bases distinctes, l'un s'engageant à faire ses paiements à l'autre sur la base des charges d'intérêts de celui-ci. Par conséquent, une des caractéristiques des swaps de taux est que le montant notionnel du contrat n'est pas échangé » ; F. AUCKENTHALER, *Droit des marchés de capitaux*, L.G.D.J., 2004, n° 206 et s. et, spéc. n° 208, p. 80.

⁴ Sur lesquels, A. CAILLEMER du FERRAGE, « Les dérivés climatiques ou l'alchimie des temps modernes : comment faire de l'or avec de l'eau », *Banque & Droit*, n° 72, juill.-août 2000, p. 3.

⁵ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 84 et s., p. 95.

⁶ Évoquant les raisons pour lesquelles aucune définition de la notion de titre financier fondée sur ces caractères n'a été retenue par l'ordonnance du 8 janvier 2009, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 83, p. 94-95.

⁷ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 148, p. 222.

184. On peut d'abord écarter rapidement les explications relatives à la forme et aux conditions du transfert de propriété des contrats financiers entre les parties initiales et des tiers. À la différence des titres, les contrats financiers ne sont ni inscrits en compte, ni négociables. D'une part, il n'est en effet pas de raison justifiant de limiter l'exigence d'une information collective à des instruments en raison de leur forme scripturale, dès lors que d'autres instruments financiers sont pareillement source d'un risque pour l'investisseur. D'autre part, à la différence des titres financiers, les droits personnels qui naissent de contrats financiers ne sont pas constatés dans des titres négociables. Bien que le législateur ait entrepris de simplifier leur mode de cession par rapport aux exigences du droit commun de la cession de créance qui résulte de l'article 1690 du Code civil¹ en rendant leur cession opposable aux tiers sur simple notification au débiteur², ils ne constituent pas des titres négociables faisant l'objet d'une inscription en compte et pouvant faire l'objet d'un transfert de propriété par virement de compte à compte³. L'absence de négociabilité a-t-elle une incidence sur l'information dont les instruments peuvent faire l'objet, à raison du risque qu'ils comportent⁴? En forçant le trait, on pourrait estimer que la négociabilité est à l'origine d'un risque plus grand. La simplification du mode de cession justifierait une information globale sur le bien accessible à l'ensemble des acquéreurs potentiels dans la durée. Tel n'est toutefois pas l'objet du prospectus qui se borne à décrire le risque attaché à l'instrument lors de son acquisition ou de sa souscription. La détermination des éléments de nature à assurer l'appréciation de l'évolution du risque dans la durée relève d'une autre fonction de l'information, sa fonction prédictive, qui sera étudiée dans la seconde partie de ce travail. En outre, tant l'absence de transfert par virement que l'exigence d'une notification préalable au débiteur cédé conduisent le nouvel acquéreur à une réflexion plus poussée quant à la position contractuelle à souscrire. Une telle position apparaît de surcroît indifférente aux qualités de l'autre partie au contrat du fait de l'obligation de couverture qui s'impose au donneur d'ordre⁵. En somme, aucune information donnée *a priori* ne permet de déterminer de manière générale le risque associé à la souscription et au dénouement de contrats financiers, hors celle qui concerne les clauses mêmes de la formule-type. Relevons qu'enfin, les contrats financiers peuvent être négociés de gré à gré ou sur des marchés organisés, mais aussi sur des marchés réglementés⁶. Leur spécificité ne saurait donc tenir au cadre institutionnel de marché dans lequel ils sont conclus.

¹ « Le cessionnaire n'est saisi à l'égard des tiers que par la signification du transport faite au débiteur. Néanmoins, le cessionnaire peut être également saisi par l'acceptation du transport faite par le débiteur dans un acte authentique ».

² Article L.211-37 COMOFI, dont la rédaction est issue de l'article 2 de l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des garanties financières (JO n°47, 25 févr. 2005, p. 3254).

³ V. à ce sujet, aux fins de la distinction entre titres et contrats dérivés, A. GAUDEMET, *Les dérivés*, préf. H. SYNDET, Economica, 2010, p. 56 et s.

⁴ Sans s'en expliquer, un auteur semble le penser : T. GRANIER, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 », *RDBF*, mars-avril 2009, ét. 10, n° 9, p. 8.

⁵ Sur laquelle, v. P. PAILLER, *op. cit.*, n° 337, p. 371.

⁶ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 152, p. 235.

185. Cette tentative, à peine ébauchée d'une explication de l'absence d'information collective fondée sur la forme et les conditions de transmission des titres financiers, ne porte qu'à des considérations peu en lien avec la possibilité d'établir un prospectus relatif aux titres financiers plutôt qu'aux contrats financiers. La forme, les modalités du transfert de propriété et le cadre de négociation des instruments financiers sont extérieurs au besoin d'information lié au risque porté par l'instrument.
186. Le constat décisif tient alors à ce que les contrats financiers ne sont pas émis en exécution d'un contrat comme c'est le cas pour les titres financiers¹. En effet, « *les titres sont des instruments financiers « émis », c'est-à-dire, créés par une entité (l'émetteur), en exécution d'un contrat liant l'entité aux futurs souscripteurs* »². À ce titre, une analyse de l'acte d'émission a conduit à mettre en lumière que celle-ci se réalise en deux étapes que sont la conclusion d'un contrat et la création du titre dont résulte sa délivrance, qui « *se succèdent et ce n'est que par l'achèvement de la seconde que l'opération sera réalisée. La création du titre est indissociable de la passation du contrat. De même, le contrat implique que le titre soit délivré* »³. Au contraire, les contrats financiers ne sont pas émis. Telle a été la justification première avancée dans le rapport au Président de la République relative à l'ordonnance du 8 janvier 2009 justifiant l'introduction d'une distinction entre titres et contrats financiers⁴. Cette considération fonde la délimitation de l'information collective compte tenu de son objet. Les contrats financiers ne font pas l'objet d'une émission. Leur existence peut ainsi être dissociée de la passation d'un contrat. Ils ne constituent pas même l'aboutissement d'un contrat mais simplement le support juridique prédéterminé d'un contrat qui ne se formera qu'avec leur souscription. En eux-mêmes, les contrats financiers ne sont juridiquement que des formules-types de contrats proposées sur un marché et ouvertes à la souscription des intervenants⁵. Les contrats financiers ne sont, en somme, qu'un ensemble de

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 84, p. 95.

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 85, p. 96.

³ F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 483, p. 345.

⁴ *Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière* : JORF, 23 janvier 2009 : « Conformément à la directive [prospectus] précitée, il est précisé que l'offre au public porte sur les titres financiers et non plus sur les instruments financiers, ces derniers ne pouvant faire l'objet à proprement parler d'une offre au public puisqu'ils ne font pas l'objet d'une émission », cité par T. BONNEAU, « Commentaire de l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière », *JCP E* 2009, 1165, n° 3, qui observe un retour de la nouvelle définition d'origine de l'appel public à l'épargne à l'article 72 de la loi n°66-537 du 24 juillet sur les sociétés commerciales qui visait les titres inscrits à la cote officielle d'une bourse de valeurs et au placement de titres.

⁵ Ces formules-types peuvent être créées par les entreprises de marché et éventuellement certifiées par l'AMF lorsque les contrats financiers sont négociés sur les marchés réglementés et, lorsqu'ils sont négociés de gré à gré, se présentent sous la forme de documents de place, v. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 151, p. 235 : « La notion [de formule-type de contrat] est suffisamment compréhensive pour recouvrir les instruments négociés sur un marché réglementé comme de gré à gré. On admet en effet, sous cette qualification, des modèles élaborés par des tiers dont l'intervention peut prendre des formes et avoir des effets différents. Parfois le tiers propose un modèle de contrat contenant des conditions générales que les parties restent libres d'aménager (c'est le cas pour les instruments négociés de gré à gré) ; parfois, le contrat type se présente comme un « modèle de

termes relatifs à la répartition d'un risque financier sur lequel vont s'accorder deux volontés exprimées en sens contraire, donnant ainsi naissance à un rapport d'obligation.

187. Il faut alors simplement insister sur deux points. D'une part, l'absence d'émission résulte de l'absence d'émetteur. Ainsi, les contrats financiers ne constatent pas de droit de créance à l'encontre d'un débiteur déterminé *a priori*, comme cela est le cas pour les titres financiers, nécessairement attachés à une entité émettrice. Parce qu'ils se présentent sous forme de contrats standardisés, il n'est pas à proprement parler de débiteur identifiable de l'information sur un risque auquel les deux parties s'exposent selon des modalités diverses. D'autre part, il en résulte que les contrats financiers ne sauraient ainsi faire l'objet d'une offre au public justifiant une information collective s'adressant à un nombre indéterminé de destinataires. Seule donne naissance à une créance la souscription du contrat proposé en sens opposé par deux investisseurs. Font donc défaut en relation aux contrats financiers deux conditions à la possibilité d'une information collective que sont l'identification du risque associé à une entité émettrice et l'offre d'une créance comprise dans un instrument. Avant sa souscription, le contrat financier ne comporte ni créance, ni débiteur identifié.
188. Ainsi, en relation aux contrats financiers, la description du risque ne saurait faire l'objet que d'une information individuelle. Pour ces instruments, « *les investisseurs sont privés de l'information liée au prospectus, mais les non-professionnels continuent à bénéficier des obligations de conseil et d'information que la directive MIF impose aux prestataires de services d'investissement* »¹.

Cette ligne de démarcation entre titres et contrats financiers ne constitue pas la seule délimitation objective du champ de l'obligation d'élaboration d'un prospectus. Un certain nombre de dispenses à cette obligation conduisent à distinguer au sein des titres financiers, des opérations requérant une information collective et d'autres qui n'y donnent pas lieu.

§2. La distinction au sein des titres financiers : les limites matérielles à l'obligation de publier un prospectus

189. L'information initiale n'est pas requise pour l'ensemble des titres financiers faisant l'objet d'une offre au public ou admis aux négociations sur un marché réglementé. Par ailleurs, toutes les opérations de diffusion de titres financiers ne relèvent pas de la notion d'offre au public de titres financiers. Le besoin de connaissance est ainsi déterminé en fonction des caractéristiques du titre comme de l'émission ou de l'opération en cause. Il convient alors de

contrat de type réglementaire, s'imposant à tous ceux qui ont conclu ce genre de contrat » (ainsi pour les instruments à terme admis sur les marchés réglementés) ».

¹ J.-J. DAIGRE et B. FRANÇOIS, « Commentaire de l'ordonnance du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne », *Rev. soc.* 2009, p. 3, spéc. n° 17.

distinguer les opérations exclues de la qualification d'offre au public de celles qui, quoique relevant d'une telle qualification, relèvent d'un cas de dispense¹ ou d'exemption à l'obligation de publier un prospectus. Il convient, en outre, concernant les cas de dispenses, d'anticiper que si elles sont dans la plupart des cas communes aux offres au public et aux admissions, certaines ne s'appliquent qu'à ces dernières.

190. En vérité, c'est davantage l'absence de systématisation que le caractère fastidieux de l'énumération composant la discipline des exclusions, exemptions et dispenses qui gêne l'analyse. On formulera donc une hypothèse pour en rendre compte. *La description du risque d'investissement n'apparaît pas nécessaire lorsque les titres financiers n'en comportent pas ou que ce risque a déjà fait l'objet d'une information préalable et équivalente du marché.* Il apparaît en outre qu'une telle information est également exclue pour des raisons d'opportunité lorsque l'offre en cause est d'une trop faible importance. Selon l'analyse faite par un auteur, « *l'établissement d'un prospectus d'admission ne s'impose pas assurément avec la même force lorsque les épargnants bénéficient, ou ont déjà bénéficié, d'une information suffisante ou lorsque l'opération n'est pas d'une telle ampleur que les intérêts des épargnants se trouvent sérieusement menacés* »². Il en résulte que la cohérence du dispositif doit être recherchée à partir de ce lien entre connaissance du risque d'investissement et la nécessité de l'information initiale. À cette piste d'explication systématique doit toutefois s'ajouter celle de l'identification d'un seuil quantitatif justifiant d'imposer une information collective.

Sont ainsi exclues de la notion d'offre au public certaines opérations dont l'importance n'est pas telle qu'elles justifient une information collective. Le critère de délimitation de l'offre au public comme acte générant une obligation d'information est alors celui du volume de l'opération (A). Au-delà de cette hypothèse, la délimitation ne s'opère plus en considération de la qualification de l'acte à l'origine de l'obligation mais à raison de la pertinence de l'information elle-même. C'est alors directement l'obligation de publication d'un prospectus qui est circonscrite (B).

A. Les limites à la notion d'offre au public : les exclusions fondées sur le volume de l'opération

191. La première méthode utilisée par le législateur pour limiter l'étendue de l'obligation d'information collective repose sur la notion d'offre au public elle-même. Procédant à une analyse du coût que représente l'élaboration du prospectus en relation au bénéfice attendu au

¹ Selon l'intitulé de la section dans laquelle sont inscrits les articles 212-4 et 212-5 RG AMF. L'article 4 de la directive prospectus désigne les mêmes hypothèses comme des dérogations.

² A. PIETRANCOSTA, « Les dispenses de prospectus d'admission sont-elles légales ? », *Bull. Joly Bourse*, 1998, p. 615.

titre de l'information de ses destinataires, le législateur exclut de la notion d'offre au public certaines opérations à raison du nombre de leurs destinataires (1) comme de leur montant global ou par investisseur (2).

1. L'exclusion fondée sur la dispersion des titres : la notion de cercle restreint d'investisseurs

192. La présentation de l'exclusion fondée sur la notion de cercle restreint d'investisseurs suppose une explication. Du fait du rapprochement formel qu'opère le législateur avec l'exclusion fondée sur la notion d'investisseur qualifié, on pourrait l'analyser en une délimitation subjective. Rassemblées par la doctrine sous la dénomination de placement privé¹, ces deux exclusions ne procèdent cependant pas de la même logique ainsi que le révèle la nature différente du critère de délimitation choisi. Avec la référence au cercle restreint d'investisseur, le législateur délimite l'obligation à raison du nombre des destinataires de l'offre, selon un critère purement quantitatif. Ce ne sont donc pas les qualités subjectives des investisseurs qui fondent l'exclusion mais, plus simplement, leur nombre.
193. La présentation adoptée dans ce travail conduit ainsi à faire éclater la catégorie du placement privé. Ce constat s'impose du fait qu'en droit positif, le cercle restreint d'investisseurs n'est plus déterminé en aucune manière par les relations supposées entre les destinataires de l'offre et les dirigeants de l'émetteur. Selon l'article L.411-2, II, 2 du Code monétaire et financier, ne constitue pas une offre au public l'offre qui s'adresse exclusivement à « *un cercle restreint d'investisseurs* », dont la même disposition donne la définition suivante à son alinéa 3 : « *Un cercle restreint d'investisseurs est composé de personnes, autres que des investisseurs qualifiés, dont le nombre est inférieur à un seuil fixé par décret* ».
194. La loi fixe ainsi un seuil à la publicité de l'offre en droit financier qui constitue une véritable règle de fond². Une offre peut ainsi être faite à un nombre déterminé d'investisseurs identifiés et recevoir la qualification d'offre au public pour cette raison même que leur nombre dépasse celui fixé pour déterminer le cercle restreint d'investisseurs. Un tel critère est donc purement quantitatif. Il n'en a pas toujours été ainsi. La quantification chiffrée du cercle restreint d'investisseur n'avait par le passé que la valeur d'une simple présomption. La notion de

¹ F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 71, p. 81 et spéc. n° 73, p. 82. Pour une étude des modalités du placement privé sous l'angle du droit des sociétés après la réforme de l'appel public à l'épargne, C. CARDON, « L'augmentation de capital par placement privé issue de l'ordonnance du 22 janvier 2009 », *RTDF* n°1/2 – 2009, p. 45.

² Sur le passage de la présomption à une véritable règle de fond dans les règlements de la COB et leur articulation avec les présomptions légales énoncées par l'article 72 de la loi du 24 juillet 1966, G. ENDREO et P. CLERMONTTEL, « Placement privé et appel public à l'épargne », *RDBB*, mai-juin 1992, n° 15, p. 96 ; égal. sur les divisions de la doctrine à ce sujet, F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 62, p. 76 et n° 66, p. 78.

cercle restreint renvoyait en réalité aux rapports de proximité entre les investisseurs et les dirigeants de l'émetteur. En somme, ce n'était pas tant le nombre des investisseurs destinataires de l'offre qui importait que le fait qu'il ne s'agissait pas d'un véritable public. Leur information devait naturellement découler des « *relations personnelles, à caractère professionnel ou familial* »¹ qu'ils entretenaient avec les dirigeants de l'émetteur, leur nombre ne constituant qu'une présomption simple à l'existence de tels liens. De qualitatif associé à une présomption quantitative, le critère du cercle de restreint d'investisseurs est ainsi devenu purement quantitatif².

195. Le seuil lui-même a connu des évolutions³. En droit français, il était initialement fixé à trois cent investisseurs⁴ et fut successivement abaissé à cent⁵, seuil repris par la directive prospectus dans sa version d'origine⁶, le cercle restreint d'investisseurs sera bientôt porté à « *cent cinquante personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre* »⁷, selon l'objectif général de la directive de 2010 ayant réformé la directive prospectus. Poursuivant une finalité de réduction des coûts et d'allègement du dispositif⁸, la directive de 2010 restreint le champ d'application de l'exigence d'établissement d'un prospectus, tant par l'élévation des montants minimaux conditionnant le bénéfice d'une dispense que par celle du nombre d'investisseurs permettant de déterminer l'existence d'une offre au public.

¹ Art.6-II de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 modifiée instituant une Commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, repris dans l'ancienne version de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier, sur lequel, P. CLERMONTÉL et B. DORNIC, « L'émergence d'une notion autonome de placement privé », *RDBB*, nov.-déc. 1998, p. 221.

² P. CLERMONTÉL, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly éditions, 2009, n° 63, p. 51.

³ Pour des éléments de droit comparé, G. ENDREO et P. CLERMONTÉL, « Placement privé et appel public à l'épargne », *RDBB*, mai-juin 1992, n° 3, p. 92.

⁴ Seuil résultant de l'article 1^{er} du règlement n° 88-04 de la COB relatif aux informations à publier par les collectivités faisant publiquement appel à l'épargne, repris à l'article 2, al.1^{er}, second tiret du règlement n° 92-02 de la COB relatif à l'offre au public de valeurs mobilières : « Le caractère public de l'offre résulte de la diffusion de valeurs mobilières au-delà d'un cercle de 300 personnes (...). Pour l'appréciation du chiffre de 300 personnes, un fonds commun de placement est considéré comme une entité unique », *Bull. COB – n° 256, mars 1992*.

⁵ Article 2 du décret n° 98-880 du 1^{er} octobre 1998 portant application des dispositions de l'article 6 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 modifiée instituant une Commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, JO n° 228 du 2 octobre 1998, p. 14938

⁶ Article 3, paragraphe 2, b) de la directive 2003/71/CE : « L'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas aux catégories suivantes : (...) b) une offre de valeurs mobilières adressée à moins de 100 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre ». En droit interne, ce seuil est indiqué à l'article D.411-4 du Code monétaire et financier.

⁷ Article premier, 3), a) de la directive 2010/73/CE, modifiant l'article 3, paragraphe 2, b) de la directive 2003/71/CE.

⁸ Selon le considérant 2, « Certaines obligations prévues par la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil ont été identifiées par la Commission comme paraissant représenter une charge excessive pour les sociétés » ; le considérant 3 poursuit en énonçant que « ces obligations doivent être réexaminées afin de réduire au minimum nécessaire les charges qui pèsent sur les sociétés dans l'Union sans compromettre la protection des investisseurs ni le bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières dans l'Union ».

196. La détermination du seuil de publicité de l'offre compte tenu du nombre de destinataires ne saurait prêter à de longues discussions. Envisagé comme « *une nouvelle manifestation de l'incursion du chiffre dans le droit* »¹ et aujourd'hui élevé à cent cinquante, il donne en lui-même un sentiment d'arbitraire² qui ne prend sens qu'eu égard au souci d'élever le seuil antérieur pour alléger les contraintes pesant sur les émetteurs.
197. C'est davantage dans son principe que le recours à la notion de cercle restreint d'investisseurs prête à discussion. La nécessité d'assurer une description du risque d'investissement ne s'impose-t-elle pas à l'égard de tout investisseur, indépendamment de l'ensemble auquel il est intégré³ ? Contrairement à ce qu'il en est pour la délimitation de la notion d'offre au public qui résulte de la compétence des investisseurs qualifiés⁴, il n'existe aucun considérant dans la directive prospectus faisant état d'une justification relative à celle qui s'applique à un cercle restreint d'investisseurs.
198. Deux voies sont ouvertes pour contourner une telle solution. D'une part, considérer que toute offre de titres financiers suppose l'élaboration d'une lourde information initiale, indépendamment du nombre de destinataires et du procédé de diffusion. On comprend aisément pourquoi une telle voie ne peut être retenue car elle conduirait à établir comme dispositif d'ordre public une information indifférente au nombre des destinataires, dont le contenu est pourtant fondé sur le caractère public de l'offre en cause. L'autre voie consisterait à ne pas fixer de seuil à la notion de cercle restreint d'investisseurs, de manière à lui substituer la notion de cercle d'investisseurs déterminés. Si le fondement de l'information réside dans le besoin de connaissance des investisseurs de manière à rendre possible l'émission d'une acceptation, il faut alors trouver un fondement tout aussi certain à la délimitation de la notion d'offre au public en considération des destinataires. Elle ne saurait être purement quantitative, tant apparaît opportuniste et, dans une certaine mesure arbitraire, la limite fixée par les instances normatives. La prise en compte de la masse des destinataires n'a de sens que s'il apparaît que leur détermination et leur identification par l'offrant laisse supposer la communication spontanée d'une information pertinente hors du modèle légal du prospectus. Il n'est donc pas parfaitement satisfaisant de fixer un seuil mais simplement d'assurer que les offres de titres financiers à des investisseurs déterminés, quel que soit leur nombre, reposent sur une méthode d'identification des investisseurs de nature à assurer leur information par d'autres procédés que l'établissement d'un prospectus. Mais l'on voit ici toute la difficulté qu'il y aurait à mettre en œuvre un tel critère, à l'instar de l'exigence de celui fondé sur les relations professionnelles ou familiales entre investisseurs et dirigeants de l'émetteur qui

¹ G. ENDREO et P. CLERMONTÉL, « Placement privé et appel public à l'épargne », préc., n° 7, p. 94.

² *Idem*, n° 10, p. 95.

³ G. ENDREO et P. CLERMONTÉL, « Placement privé et appel public à l'épargne », *RDBB*, mai-juin 1992, n° 13, p. 96 : « Le fait qu'un petit nombre d'individus seulement soit concerné ne peut légitimer une absence de protection ».

⁴ Cf. *infra*, n° 229 et s.

résultait du droit antérieur¹. D'une part, il pourrait être utilisé par les émetteurs pour se soustraire à l'exigence de prospectus en délimitant *a priori*, selon des critères artificiels, les investisseurs auxquels seront destinés les titres proposés. D'autre part, le lien entre détermination des investisseurs et la délimitation de la notion d'offre au public n'en sort pas pour autant précisé. Il conviendrait en effet d'établir, pour des offres de titres financiers susceptibles de toucher un ensemble d'investisseurs déterminés, la manière dont les émetteurs réalisent par d'autres biais que le régime légal la bonne information. On voit ainsi se profiler à nouveau l'exigence de détermination d'une information minimale que l'exception visait précisément à éliminer.

199. La conclusion, quelle qu'elle soit, n'est pas satisfaisante. Les fondements d'une telle délimitation ressortissent à deux considérations qui ne justifient pas réellement l'absence d'information initiale. Il s'agit d'une part de circonscrire à un domaine raisonnable l'exigence d'établissement d'un prospectus à raison de sa lourdeur intrinsèque et des coûts d'élaboration qu'elle engendre et, d'autre part, de fournir un critère simple et invariant permettant de contrôler avec certitude le domaine du prospectus.

Cette règle procède donc plus d'une appréciation d'opportunité que de considérations fondamentales liées à la fonction descriptive de l'information portée par le prospectus. Il en va de même de la délimitation fondée sur le montant de l'offre ou des titres offerts.

2. Les exclusions fondées sur le montant de l'offre ou des titres offerts

200. Du fait du renvoi auquel procède l'article L.411-2, I du Code monétaire et financier, il revient au règlement général AMF de fixer arithmétiquement les critères excluant certaines opérations de la notion d'offre au public. Selon le Code monétaire et financier, il faut prendre en compte le montant total des titres offerts et à la quotité du capital qu'ils représentent², le montant minimum des titres offerts par investisseur et par offre distincte³ et la valeur nominale minimale des titres proposés⁴. Sont ainsi envisagés le montant global de l'offre, son importance relative rapportée au capital de l'émetteur, le montant requis de chaque investisseur et pour chaque offre, et enfin la valeur du titre envisagé individuellement. L'article 211-2 du règlement général a fixé les montants correspondants à chacun des critères susmentionnés⁵ et devrait bientôt faire l'objet d'une réécriture du fait de la transposition en

¹ H. HOVASSE, « Investisseurs qualifiés et cercle restreint d'investisseurs », *RDBB* n° 70, nov.-déc. 1998, p. 192 ; F.-G. TRÉBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 79, p. 86.

² Art.L.411-2, I, 1° COMOFI.

³ Art.L.411-2, I, 2° COMOFI.

⁴ Art.L.411-2, I, 3° COMOFI.

⁵ Art.211-2 RG AMF : « Au sens du I de l'article L.411-2, I du code monétaire et financier, ne constitue pas une offre au public une offre de titres financiers présentant l'une des caractéristiques suivantes : 1° Son montant total

droit français de la directive 2010/73/UE ayant réformé la directive prospectus. Selon l'article premier 3), a), i) de ce dernier texte, l'obligation de publier un prospectus ne trouvera plus à s'appliquer lorsque les investisseurs, auxquels sont proposées des valeurs mobilières, les acquièrent pour un montant total porté à 100 000 euros par investisseur et par offre distincte¹ ou que la valeur unitaire des valeurs mobilières s'élève à au moins 100 000 euros².

201. Ainsi qu'on l'a présenté sous l'empire de l'appel public à l'épargne, l'ensemble des hypothèses énumérées renvoie à des opérations exclues de la notion d'offre au public à raison de leur volume, du fait de sa moindre envergure comme, au contraire, de son importance³ selon les cas. En effet, alors que les hypothèses visées aux 1° et 2° de l'article 211-2 du règlement général AMF portent sur des opérations de faibles envergures qui, comme telles, rendent peu probable un risque de défaut de l'émetteur, celles qu'énoncent les 3° et 4° de la même disposition supposent une valeur de souscription minimale par investisseur qui implique que de telles opérations « *sont normalement destinées à des opérateurs ayant des moyens financiers importants ce qui implique que, sans être des investisseurs qualifiés (...), ils apparaissent comme des investisseurs avertis capables de négocier avec l'émetteur les conditions de leur propre information* »⁴. En somme, alors que dans les premières hypothèses, une information sur le risque est exclue en raison de sa lourdeur par rapport au faible montant de l'opération, dans les secondes, une telle information n'est pas exigée car elle est susceptible d'être obtenue par d'autres moyens et de résulter de la relation directe entre les investisseurs et émetteurs compte tenu de l'importance de l'opération envisagée. Même dans cette dernière hypothèse, la délimitation reste toutefois objective car seul compte le montant minimal d'acquisition des titres financiers concernés.

202. Il convient de rapprocher de l'ensemble des hypothèses un cas de dispense propre à l'admission aux négociations sur un marché réglementé prévu à l'article 212-5, 1° du règlement général AMF⁵. L'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas aux

est inférieur à 100 000 euros ou à la contre-valeur de ce montant en devises ; 2° Son montant total est compris entre 100 000 euros et 2 500 000 euros ou la contre-valeur de ces montants en devises et elle porte sur des titres financiers qui ne représentent pas plus de 50% du capital de l'émetteur. Le montant total de l'offre mentionnée au 1° et au 2° est calculé sur une période de douze mois qui suit la date de la première offre ; 3° Elle est adressée à des investisseurs qui acquièrent les titres financiers qui font l'objet de l'offre pour un montant total d'au moins 50 000 euros ou la contre-valeur de ce montant en devises par investisseur et par offre distincte ; 4° Elle porte sur des titres financiers dont la valeur nominale s'élève au moins à 50 000 euros ou à la contre-valeur de ce montant en devises ».

¹ Modifiant l'article 3, paragraphe 2, c) de la directive prospectus.

² Modifiant l'article 3, paragraphe 2, d) de la directive prospectus. Ces seuils remplacent celui initialement fixé par la directive à 50 000 euros, dont les rédacteurs de la directive 2010/73/UE ont estimé qu'il ne reflétait plus « la distinction entre l'investisseur de détail et l'investisseur professionnel, en termes de capacité d'investissement, car il s'avère que même les investisseurs de détail ont récemment réalisé des investissements de plus de 50 000 EUR en une seule transaction » (considérant 9). L'élévation de ces seuils appelle une modification du droit français sur ce point.

³ A. COURET et H. LE NABASQUE et alii, *Droit financier*, 2^e éd., Dalloz, 2012, n° 267-268, p. 171-173.

⁴ *Idem*, n° 268, p. 172.

⁵ Article 4, paragraphe 2, a) de la directive prospectus.

« actions représentant sur une période de douze mois, moins de 10% du nombre d'actions de même catégorie déjà admises aux négociations sur le même marché réglementé ». C'est alors non plus la délimitation de l'acte qui fonde celle corrélative de l'obligation d'information mais le champ d'application de l'obligation d'information qui est directement circonscrit.

B. Les limites à l'obligation d'établir un prospectus

203. Si le risque porté par les titres nouvellement offerts ou admis est inexistant ou identique à celui porté par d'autres instruments ayant déjà fait l'objet d'une information suffisante, l'obligation d'information collective perd toute pertinence.
204. Les hypothèses qui suivent s'inscrivent dans des opérations qui constituent des offres au public ou des admissions. Il s'agit bien d'opérations qui constitueraient normalement un fait générateur de l'obligation d'établir un prospectus, à laquelle sont fixées des limites. Ainsi qu'on l'a évoqué, ces limites coïncident pour la majeure partie des cas lors d'une offre au public et d'une admission aux négociations sur un marché réglementé. Nombre de dispenses sont en effet communes aux offres au public et aux admissions de titres financiers sur des marchés réglementés. Il s'agit des hypothèses énoncées respectivement aux 1° à 5° de l'article 212-4 du règlement général AMF concernant les offres au public et aux 2° à 6° de l'article 212-5 pour les admissions aux négociations sur un marché réglementé. On trouve également des hypothèses de dispenses propres à l'admission aux négociations sur un marché réglementé. Les justifications de telles dispenses à l'obligation d'établir un prospectus ne sont nullement explicitées dans les considérants de la directive prospectus ni indiquées dans ceux de la récente directive 2010/73/UE, qui se limite à énoncer les raisons des modifications de détail apportées au dispositif¹.

Fondamentalement, la discipline des dispenses² trouve sa cohérence autour de deux considérations que l'on distinguera en concédant volontiers qu'elles sont en réalité dans un strict rapport de conditionnement réciproque. Qu'il s'agisse d'une offre au public ou d'une admission aux négociations, la dispense est justifiée en ce que les titres en cause lors de l'opération n'exposent pas leurs bénéficiaires à un risque d'investissement (1) ou qu'une information sur un tel risque a déjà été communiquée par l'émetteur (2). Une troisième limite à l'obligation d'établir un prospectus tient à l'existence d'un dispositif spécial d'information collective, qui fonde l'exemption à l'endroit des offres de titres émis par les organismes de placement collectif (3).

¹ Cons. 13 et 14.

² On avait pu mettre en doute la légalité des dispenses résultant des différents règlements de la COB en la matière avant l'adoption d'un dispositif européen : A. PIETRANCOSTA, « Les dispenses de prospectus d'admission sont-elles légales ? », *Bull. Joly Bourse*, 1998, p. 615.

1. L'absence de risque porté par les titres d'intéressement

205. Il existe deux cas de dispenses communes aux offres au public et aux admissions qui trouvent une justification dans l'absence de risque pris par le bénéficiaire en relation à leur acquisition. En effet, dans les deux hypothèses en cause, les titres concernés ont vocation à assurer un intéressement des personnes auxquelles ils sont offerts. Celles-ci peuvent alors davantage recevoir la qualification de bénéficiaires que d'investisseurs, à défaut d'investissement pour obtenir les titres objets de la dispense.
206. Il s'agit tout d'abord des actions offertes, attribuées ou devant être attribuées gratuitement aux actionnaires ainsi que des actions remises en paiement de dividendes de la même catégorie que celles donnant droit à ces dividendes¹. Sont ainsi visées les actions remises à titre gratuit ou en paiement de dividendes, sans nécessité de réalisation d'un investissement ultérieur pour les actionnaires existants. À ce titre, la première hypothèse visée, relative à l'offre ou l'attribution gratuite d'actions aux actionnaires existants, a été supprimée par l'article premier, 4), a) de la directive 2010/73/CE du fait de sa redondance avec l'exclusion prévue à l'article 3, paragraphe 2, e) de la directive prospectus. On a vu que ce dernier cas de figure concerne les offres dont le montant est inférieur à 100 000 euros. La gratuité des actions proposées suppose donc qu'elle relève nécessairement de cette exclusion². On peut toutefois s'étonner que la même raison n'ait pas conduit à réécrire l'article 4, paragraphe 2, e), qui contient la même dérogation en cas d'admission des actions aux négociations sur un marché réglementé. Les mêmes causes devant entraîner les mêmes effets, il faut conclure à une négligence des rédacteurs de la directive 2010/73/CE. Dans le cadre de la transposition de la réforme de la directive prospectus, les offres d'actions gratuites devront donc relever de l'exclusion de l'article 3 de la directive et de l'actuel article 211-2, 1° du règlement général de l'AMF alors que la dispense devra être réécrite pour ne viser que les actions remises en paiement de dividendes.
207. De cette hypothèse doit être rapprochée celle des offres de titres attribués ou devant être attribués aux administrateurs, mandataires sociaux ou salariés anciens ou existants par leur employeur ou par une société liée lorsque ces titres sont de la même catégorie que ceux déjà admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de la communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen³. En relation à ces titres,

¹ Art. 212-4, 4° et 212-5, 5° RG AMF transposant respectivement le d) du paragraphe 1 et le e) du paragraphe 2 de l'article 4 de la directive prospectus.

² Considérant 13 de la directive 2010/73/UE : « La dérogation prévue à l'article 4, paragraphe 1, point d) est donc redondante, car une offre gratuite relève du champ d'application de l'article 3, paragraphe 2, point e) ».

³ Art. 212-4, 5° et 212-5, 6° RG AMF transposant respectivement les paragraphes 1, e) et 2, f) de l'article de la directive prospectus. Sur l'extension réalisée de cette dispense par la directive 2010/73/UE, dont l'article

qui constituent une forme de rémunération non plus d'un apport initial d'un investisseur comme dans l'hypothèse précédente, mais d'une prestation au titre d'un contrat de travail ou de l'exercice de fonctions de direction de l'émetteur¹, aucun risque d'investissement initial n'est pris par l'acquéreur du titre. Sa dépréciation éventuelle n'est donc à l'origine d'aucune perte pour le bénéficiaire qui n'est soumis à un risque d'investissement.

208. Les deux types d'offres évoquées sont toutefois soumis à une exigence commune d'information minimale. L'émetteur doit mettre à la disposition des intéressés un document comprenant les renseignements sur le nombre et la nature des titres financiers ainsi que sur les motifs et les modalités de l'offre. Une telle information n'a ainsi pas tant vocation à rendre compte d'un risque qu'à éclairer le bénéficiaire sur le profit qu'il peut tirer de l'instrument offert².
209. Il convient toutefois de remarquer que si l'absence de risque d'investissement est une caractéristique commune à ces deux hypothèses de dispenses, celles-ci sont en outre soumises à une exigence identique relative aux catégories de titres offerts. En relation à une offre, les actions offertes aux actionnaires doivent être que les titres remis aux actionnaires et salariés. En somme, en toute hypothèse, les titres en cause doivent déjà avoir fait l'objet d'une information collective, liée à leur décision d'investissement initiale pour les actionnaires³ et à l'admission aux négociations de titres de même catégorie, tant pour les actionnaires que pour les dirigeants et salariés. Ainsi, quoiqu'elles ne le mentionnent pas expressément, ces deux dispenses reposent, compte tenu des titres objet de l'offre, sur la considération que le détail de l'information pertinente « *est déjà disponible par ailleurs pour des valeurs de même catégorie* »⁴, déjà émises ou cotées selon les cas.

Cette condition, seulement implicite pour les dispenses précitées, irradie en réalité l'ensemble du dispositif des dispenses sous la forme d'une exigence commune d'un accès équivalent à l'information sur le risque.

premier, 4), a), ii) réécrit et enrichit la disposition précitée de la directive prospectus, A. PIETRANCOSTA, « La révision de la directive Prospectus », *RTDF* n° 3 – 2011, n° 6, p. 46.

¹ La dispense se réfère en effet tant aux administrateurs qu'aux mandataires sociaux et renvoie ainsi à la catégorie des dirigeants, mandataires ou non.

² Sur le contenu de l'information exigée des émetteurs en relation aux offres adressées aux salariés et dirigeants, v. Instruction AMF, n°2005-11 du 13 décembre 2005, art. 14.

³ La dérogation prévue pour les actions offertes aux actionnaires opère en effet une distinction. S'agissant d'une offre, les actions doivent être de même catégorie que celles donnant droit aux dividendes (art.212-4, 4° RG AMF) alors que, dans le cas d'une admission aux négociations sur un marché réglementé, les actions en cause doivent être de même catégorie que celles déjà admises aux négociations (art.212-5, 5°).

⁴ D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, Litec, 3^e éd., 2008, n° 78, p. 53.

2. L'exigence d'accès à une information équivalente sur le risque

210. L'équivalence de l'information sur le risque repose sur le constat que l'information pertinente a déjà été transmise par un procédé différent du prospectus attaché à l'offre en cause, soit qu'il s'agisse d'un prospectus se rapportant à des titres de même catégorie, soit que d'autres documents d'information requis à l'occasion d'opérations particulières correspondent à son contenu.

Ainsi, certaines offres au public sont soumises à un régime spécial qui fonde la reconnaissance d'une dispense lorsque l'information exigée au titre de l'opération en cause est équivalente à celle d'un prospectus (a). En d'autres hypothèses, c'est l'identité des titres émis ou admis aux négociations qui fonde la dispense du fait que le prospectus élaboré en relation à l'offre initial satisfait de manière équivalente l'information requise au titre de l'offre ultérieure réalisée pour des titres identiques (b).

a. Le régime spécifique à d'autres opérations de marché

211. L'équivalence de l'information à celle devant figurer dans le prospectus constitue une condition requise dans deux hypothèses de dispenses. Ne sont ainsi pas soumises à l'obligation d'établissement d'un prospectus les offres de titres financiers à l'occasion d'une offre publique d'échange ou d'une procédure équivalente de droit étranger lorsque l'émetteur a rendu disponible un document, soumis au contrôle de l'AMF, comprenant des renseignements équivalents à ceux qui doivent figurer dans le prospectus¹. Il en va de même pour les titres financiers offerts, attribués ou devant être attribués à l'occasion d'une fusion, scission ou d'un apport d'actifs. En cas d'offre au public, l'émetteur doit avoir rendu disponible un document, soumis au contrôle de l'AMF, comprenant des renseignements équivalents à ceux qui doivent figurer dans le prospectus². En cas d'admission des titres à la négociation sur un marché réglementé, l'opération de fusion doit avoir fait l'objet de la procédure prévue à l'article 212-34 du règlement général AMF³.

212. Qu'il s'agisse d'une offre publique d'acquisition ou d'échange ou d'une fusion ou scission, la dispense est fondée sur la nature particulière de l'opération à l'occasion de laquelle les titres sont offerts. S'il s'agit bien d'offres au public de titres financiers, celles-ci sont appréhendées sous l'angle de qualifications spéciales. De telles opérations sont également accompagnées

¹ Art. 212-4, 2° et 212-5, 3° RG AMF transposant les paragraphes 1, b) et 2, c) de l'article 4 de la directive prospectus (212-4, 3°).

² Art. 212-4, 3°, transposant l'article 4, paragraphe 1, c) de la directive prospectus.

³ Art. 212-5, 4°, transposant l'article 4, paragraphe 2, d) de la directive prospectus.

d'une information particulière qui apparaît, comme telle, redondante avec l'élaboration d'un prospectus.

Cela résulte du renvoi qu'opère l'article 212-5, 4° à l'article 212-34 du règlement général AMF. Cette disposition régit l'enregistrement auprès de l'AMF et la publication et la diffusion d'un document spécial d'information relative à l'opération de fusion ou de scission, établi à l'occasion de l'assemblée générale extraordinaire appelée à autoriser l'émission. Son équivalence au prospectus est encore mise en lumière du fait qu'un émetteur peut se référer au document enregistré au titre de la description de l'opération de fusion ou de scission dans le cadre d'une demande d'admission intervenue plus d'un an après l'opération, en vertu de l'article 212-34, 3°.

De la même manière, le dispositif issu de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition¹ détermine un contenu spécial de l'information relative à de telles opérations à son article 6. Qualifié par ce texte de « *document d'offre* », il contient, au sens du paragraphe 2, « *les informations nécessaires pour que les détenteurs de titres de la société visée puissent prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause* », dont le détail figure au paragraphe 3. Désigné comme la note d'information², son contenu est précisé aux articles 231-18 et suivants du règlement général AMF³.

En somme, la dispense résulte, dans ces deux hypothèses, sur la nécessité pour l'émetteur de s'en tenir aux obligations spéciales d'information collective qui pèsent sur lui en raison de la nature particulière de l'opération en cause.

b. Les catégories de titres ayant déjà donné lieu à l'établissement d'un prospectus

213. Si le prospectus est attaché à une offre ou à une admission particulière, un effet équivalent sur l'information des destinataires lui est reconnu lorsque les titres objet d'une offre ou d'une admission ultérieure ont les mêmes caractéristiques. Bien que le fait générateur soit différent, l'obligation d'information requise est équivalente et donc déjà disponible au public parce qu'elle porte sur le même objet en relation à l'opération couverte par la dispense. Il ne s'agit alors plus simplement d'une équivalence de l'information mais d'une équivalence de l'offre, en raison de l'identité des caractéristiques des titres proposés lors d'une opération différente.

¹ JOUE, L.142/12, 30.4.2004.

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 770-1, p. 907 et, sur le visa de l'AMF, n° 775, p. 914.

³ Sur l'information dans le cadre d'une offre publique, M. LÉVY, P. SERVAN-SCHREIBER, J. VEIL, « Information et communication dans les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec 2009, p. 517.

214. Ainsi en va-t-il tant pour l'offre que l'admission d'actions déjà émises en substitution d'actions de même catégorie déjà émises, si ces nouvelles actions n'entraînent pas d'augmentation de capital¹. En cas d'augmentation de capital en effet, la situation de l'émetteur se trouve modifiée, tout spécialement en relation à l'effet dilutif que pourrait avoir l'augmentation du capital sur la participation de l'ensemble des actionnaires. Il en résulterait un écart nécessaire entre l'information contenue dans le prospectus lors de l'offre initiale et la situation résultant de l'offre successive.
215. C'est pareillement l'appartenance des titres à une catégorie de titres, ayant déjà fait l'objet d'une information collective, qui fondent deux dispenses propres aux opérations d'admission sur un marché réglementé. L'une, particulière, porte sur les actions résultant de la conversion ou de l'échange d'autres titres financiers, ou de l'exercice des droits conférés par d'autres titres financiers, « *lorsque ces actions sont de la même catégorie que celles admises aux négociations sur un marché réglementé* »². L'autre, étendue à toute catégorie de titre financier, concerne les titres financiers déjà admis aux négociations sur un autre marché réglementé, dans le respect de plusieurs conditions³. La première admission de ces titres ou de titres de la même catégorie doit avoir eu lieu depuis plus de dix-huit mois. Compte tenu des conséquences que l'admission emporte, l'émetteur se trouve soumis à un statut en termes d'information périodique et permanente. Le bénéfice de la dispense implique ainsi que l'émetteur ait satisfait, sur l'autre marché réglementé, à l'ensemble de ses obligations d'information périodique et permanente⁴. De façon plus essentielle, les b) et c) de l'article 212-5, 8° précisent que cette admission doit s'être accompagnée d'un prospectus régulièrement approuvé dont l'émetteur doit indiquer dans une note de présentation à quel endroit il peut être consulté dans sa version la plus récente.

L'on voit ici s'exprimer pleinement le fondement du dispositif des dispenses. L'élaboration d'un prospectus n'est pas nécessaire en ce qu'il existe déjà sans que n'aient été altérées les conditions dans lesquelles les titres financiers déjà admis sont offerts au public lors d'une nouvelle admission.

3. Le dispositif spécial d'information collective relative aux titres émis par les organismes de placement collectif

216. Il est une hypothèse qui doit être envisagée séparément, concernant les titres financiers émis par les organismes visés au 1 à 5 de l'article L.214-1 du Code monétaire et financier. Si cette

¹ Art. 212-4, 1° et 212-5, 2° RG AMF transposant respectivement les paragraphes 1, a) et 2, b) de l'article 4 de la directive prospectus.

² Art. 212-5, 7° RG AMF transposant le g) de l'article 4, paragraphe 2 de la directive prospectus.

³ Art. 212-5, 8° RG AMF transposant l'article 4, paragraphe 2, h) de la directive prospectus.

⁴ Art. 212-5, 8°, d) RG AMF.

disposition se présente formellement comme une exemption à l'obligation d'établir un prospectus de l'article L.412-1 du Code monétaire et financier, elle a en réalité une fonction répartitrice qui conduit simplement à l'application d'un dispositif concurrent d'information standardisée, adapté aux spécificités des titres émis. Dans cette hypothèse, il n'y a plus d'équivalence mais nécessité d'une coordination de dispositifs concurrents fondés sur une même exigence. En effet, la détermination du risque d'investissement s'impose également pour les titres émis par des organismes de placement collectif. L'exemption n'est plus alors justifiée par le fait que les investisseurs peuvent accéder à une information équivalente mais, de façon plus générale, parce que ces titres font l'objet d'un dispositif spécial.

217. Sans rentrer dans le détail, ce dispositif ne fait qu'adapter aux spécificités des titres financiers en cause les exigences d'information relatives au risque d'investissement qu'ils comportent. L'article L.411-3, 4° du Code monétaire et financier exempte de l'obligation de publier un prospectus les organismes de placement collectifs énumérés aux 1° à 5° de l'article L.214-1 du Code monétaire et financier. Figurent ainsi dans cette liste depuis le 13 juin 2008¹, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, les organismes de titrisation, les sociétés civiles de placement immobilier, les sociétés d'épargne forestière et les organismes de placement collectif immobilier².
218. Les sociétés de gestion d'organismes de placement collectif sont soumises à l'exigence de publication d'un prospectus, comme à une information périodique depuis la directive OPCVM de 1985³. Selon la définition qu'en donne aujourd'hui l'article 69, paragraphe 1 de la directive OPCVM IV⁴, le prospectus que doivent publier les sociétés d'investissement et sociétés de gestion pour chacun des fonds communs de placement gérés par cette dernière, contient « *les renseignements qui sont nécessaires pour que les investisseurs puissent porter un jugement fondé sur l'investissement qui leur est proposé, et notamment les risques inhérents à celui-ci* ». Le prospectus a donc bien la même fonction pour ces organismes mais

¹ Date d'entrée en vigueur de l'ordonnance n°2008-556 du 13 juin 2008 transposant la directive 2005/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2005 relative à la réassurance et réformant le cadre juridique des fonds communs de créances, ayant introduit la catégorie des organismes de titrisation en substitution des fonds communs de créance. Sur cette réforme, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 132-2, p. 201-202 et les références citées, note 3.

² Restent toutefois hors du champ de l'exemption les sociétés d'investissement à capital fixe. Ces sociétés ont été incluses dans la liste des organismes de placement collectif au 6° de l'article L.214-1 COMOFI par l'ordonnance n° 2009-107 du 30 janvier 2009. Ces dernières sociétés se trouvent donc *a contrario* soumises aux règles énoncées au Titre premier du Livre IV du Code monétaire et financier comme au titre premier du Livre II du règlement général de l'AMF lorsqu'elles offrent au public ou obtiennent l'admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers qu'elles ont émis. Autorisées à procéder à des offres au public et à demander leur admission à la cotation sur un marché réglementé comme organisé (art.L.214-147, al.3 COMOFI), elles se trouvent donc soumises à l'exigence d'élaboration d'un prospectus.

³ Article 27 de la Directive n° 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), JOCE n° L.375 du 31.12.1985, p. 0003 - 0018

⁴ Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières, JOUE, L.302/32, 17.11.2009.

se trouve soumis à des règles spécifiques et à un schéma particulier inscrit dans l'annexe I de la directive. Il repose sur une articulation analogue entre exigence de connaissance et de compréhension du risque d'investissement. Dans le souci de rendre plus accessibles les informations dans le prospectus, a été introduite l'exigence d'accompagner sa publication d'un prospectus simplifié¹. Cette exigence n'a toutefois pas apporté les résultats escomptés² et s'est vue substitué par la directive OPCVM IV récemment transposée en droit français³ un document d'informations clés pour l'investisseur (Dici)⁴, accompagnant le prospectus⁵. Il s'agit désormais d'un document bref qui comprend « *les informations appropriées sur les caractéristiques essentielles de l'OPCVM concerné, devant être fournies aux investisseurs afin que ceux-ci puissent raisonnablement comprendre la nature et les risques du produit d'investissement qui leur est proposé et, par voie de conséquence, prendre les décisions en matière de placement en pleine connaissance de cause* »⁶. Rédigé de manière concise et dans un langage non technique⁷, il doit contenir, au sens de l'article 78, paragraphe 3 de la directive précitée, l'identification de l'OPCVM, une brève description de ses objectifs et de sa politique de placement, une présentation de ses performances passées et scénarios de performance, les coûts et frais liés et le profil risque/investissement, y compris les orientations et mises en garde appropriées sur les risques inhérents à l'investissement dans l'OPCVM concerné. Le détail du document d'information clé devait être arrêté par des mesures d'exécution de la Commission en vertu de l'article 78, paragraphe 7 de la directive et a conduit à l'adoption d'un règlement à cet effet⁸. Il est, à l'instar du résumé, soumis à un principe de non responsabilité « *sauf si ces informations sont trompeuses, inexactes ou incohérentes avec les parties correspondantes du prospectus* »⁹.

¹ Par la directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés, JOCE n° L.41, 13.02.2002, ayant introduit dans la directive de 1985 un schéma C à l'annexe I précisant le contenu du prospectus simplifié.

² V. M. STORCK, « Réglementation financière – Directive OPCVM IV », *RTD com.* 2010, p.167.

³ La transposition a été opérée par l'Ordonnance n°2011-915 du 1^{er} août 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs, JORF n°0177 du 2 août 2011, p.13106, prise en application de l'article 33 de la loi de régulation bancaire et financière n°2010-1249 du 22 octobre 2010, et par les décrets d'application n° 2011-922 et 2011-923 du 1^{er} août 2011, JORF n°0178 du 3 août 2011, p.13261. Les modifications corrélatives du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été introduites par un arrêté du 3 octobre 2011.

⁴ En anglais, il s'agit du *key information document* (KID), sur lequel M. STORCK, « Passage du prospectus simplifié au document d'information clé », *RDBF*, janv.-févr. 2011, comm. 30.

⁵ Art.214-23 du Code monétaire et financier qui ajoute à ces documents d'information le rapport annuel.

⁶ Article 78, paragraphe 2 de la directive 2009/65/CE.

⁷ Art. 78, paragraphe 5 de la directive 2009/65/CE.

⁸ Règlement (UE) N° 583/2010 de la Commission du 1^{er} juillet 2010 mettant en œuvre la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations clés pour l'investisseur et les conditions à remplir lors de la fourniture des informations clés pour l'investisseur ou du prospectus sur un support durable autre que le papier ou au moyen d'un site web, JOUE, L.176/1, 10.07.2010, v. I. RIASSETTO, « Mesures d'exécution de la directive OPCVM IV », *RDBF*, sept.-oct. 2010, comm. 195.

⁹ Art.79, paragraphe 2 de la directive 2009/65/CE.

219. On se limitera à cette simple évocation de ces éléments pour conclure que la physionomie du dispositif est analogue à celle qui s'applique aux prospectus en général, du fait de l'identité de fondement du recours à une information collective. L'exemption ne repose ainsi que sur la nécessité d'application d'un dispositif spécial, dans lequel l'information répond toujours essentiellement à la fonction de décrire les éléments de risque que comporte l'investissement, en prenant en compte la nécessité d'assurer la compréhension de l'investisseur.
220. **Synthèse** – L'étude de la délimitation objective de l'information collective confirme l'hypothèse de départ. L'analyse des caractéristiques des titres financiers, seuls concernés, comme d'un ensemble mal ordonné d'hypothèses d'exclusions, de dispenses et d'exemptions permet de mettre en lumière que c'est en considération de la connaissance d'un risque que l'obligation collective se justifie.

En ce qu'ils ne sont pas émis mais simplement offerts à souscription sous la forme de formules-types de contrats, les contrats financiers ne constatent directement aucun droit de créance à l'encontre d'un débiteur déterminé. À défaut de tout débiteur déterminé *a priori*, les contrats financiers ne sauraient faire l'objet d'une information collective, dans l'impossibilité où l'on est de déterminer le risque qu'ils comportent en relation à l'ensemble des souscripteurs potentiels. Ils ne sauraient dès lors que faire l'objet d'une information individuelle assurée par les intermédiaires financiers. C'est pareillement l'absence de risque attaché aux titres qui fonde les dispenses relatives aux titres d'intéressement.

De manière générale, l'élaboration d'un prospectus n'est pas requise lorsque le titre a déjà fait l'objet d'une information équivalente, en raison d'un régime spécial auquel est soumise l'offre ou de l'existence d'une offre antérieure. La détermination de la pertinence de l'information collective suppose encore la délimitation des différents dispositifs assurant une information collective. À ce titre, l'exemption applicable aux titres émis par des organismes de placement collectif sert purement et simplement à circonscrire le domaine de deux dispositifs concurrents d'information collective des investisseurs.

Seules les exclusions fondées sur le volume de l'opération ou le nombre des destinataires, qui supposent de déterminer un seuil d'importance de l'offre, dans son montant global ou par investisseur, gênent véritablement la systématisation. Elles tendent à adapter les charges pesant par les auteurs d'une offre au volume de l'opération envisagée. De telles exclusions procèdent ainsi d'une analyse d'opportunité fondée sur l'écart existant entre la charge que représente l'élaboration d'un prospectus et les bénéfices qui en sont attendus.

Hors ces exclusions, qui s'expliquent par le pragmatisme des instances normatives, les délimitations objectives ne procèdent d'aucun régime de faveur pour les émetteurs et auteurs d'une offre. Les dispenses ne sont construites qu'autour de la possibilité d'un accès équivalent à une information collective qui se profile donc comme une condition générale de prise d'un risque attaché aux titres financiers.

Section II : La délimitation subjective

221. L'obligation d'information collective fait l'objet d'une délimitation subjective en considération de l'entité émettrice et des garanties qu'elle offre d'une part, et des destinataires particuliers de l'offre de titres financiers, dont les qualités ou le nombre ont pour effet d'exclure l'offre en question de la qualification d'offre au public.

La délimitation s'opère ainsi sous l'angle de l'appréciation des garanties offertes par l'émetteur, de nature à réduire le risque d'investissement et, par contrecoup, la pertinence de l'information pour le créancier (§1). Elle résulte également de la qualité des destinataires de l'offre, sur laquelle repose la notion d'investisseur qualifié (§2).

§1. La délimitation fondée sur la nature des émetteurs et de leurs garants

222. En vertu des 1° à 3° de l'article L.411-3 du Code monétaire et financier, différentes offres au public ou admissions aux négociations sur un marché réglementé sont soustraites aux contraintes de l'établissement d'un prospectus. D'une façon générale, l'exemption se justifie en considération de la solvabilité supposée de l'émetteur lui-même ou de ses garants pour les hypothèses visées aux 1° à 3° de la disposition précitée. Bénéficiaire de l'exemption les offres ou admission aux négociations sur un marché réglementé : « 1° de titres financiers inconditionnellement et irrévocablement garantis ou émis par un État membre de la Communauté européenne ou par un État partie à l'accord sur l'espace économique européen ; 2° de titres financiers émis par un organisme international à caractère public dont la France fait partie ; 3° de titres financiers émis par la Banque centrale européenne ou la banque centrale d'un État partie à l'accord sur l'espace économique européen »¹. Ces exemptions s'appliquent à des opérations qui correspondent, en tant que telles, à des actes susceptibles de fonder l'obligation d'établir un prospectus. Dans les trois hypothèses précitées, les personnes ou entités réalisant l'offre ou à l'origine de l'admission aux négociations sur un marché réglementé sont exemptées de l'exigence d'élaboration et de publication d'un prospectus pour des raisons semblables. L'exemption n'est pas liée à l'objet ou aux modalités de l'offre mais voit son domaine précisé en considération de la seule qualité de l'émetteur ou du garant.

223. On ne formulera au sujet de ce dispositif qu'une seule remarque d'ensemble. La crise des dettes souveraines conduit à remettre en cause le postulat selon lequel la garantie offerte par

¹ Art.1, paragraphe 2, b) à d) de la directive 2003/71/CE, non modifié par la directive 2010/73/CE.

les États et organismes évoqués supprime le besoin de connaissance de description du risque d'investissement. À l'heure où les émetteurs ou garants – et même leurs propres garants !¹ – n'apparaissent plus nécessairement solvables, une information collective paraîtrait doublement nécessaire. Elle procéderait d'un simple réalisme économique, ainsi qu'en témoigne la dégradation continue de la situation de la Grèce liée à l'élévation des taux attachés aux emprunts destinés au remboursement de sa dette publique. En relation aux garanties offertes par des États, les investisseurs peuvent aujourd'hui légitimement prétendre à bénéficier d'une information collective sur l'offre ou l'admission et la situation financière du garant. Elle permettrait, en outre, de réduire l'incidence des opinions élaborées par les agences de notation. Celles-ci se fondent sur une stricte logique d'anticipation de la solvabilité de l'émetteur. Elles ont à ce titre une fonction purement prédictive qui ne saurait se suffire à elle-même². Le sens de l'opinion émise par les agences de notation se voit conférer d'autant plus de valeur que les investisseurs se trouvent privés du détail de ce que représente la garantie offerte par un État. Il apparaît ainsi nécessaire d'équilibrer la logique prédictive des notations avec une information descriptive permettant au marché de se détacher, à l'occasion d'offres au public ou d'admission aux négociations ponctuelles, des opinions émises par les agences.

224. Une telle évolution n'est toutefois peut-être pas politiquement souhaitable car elle reviendrait à développer les occasions d'une évaluation par le marché des politiques de gestion des finances publiques des États. Ici doit s'arrêter la réflexion du juriste car le système d'exemption en cause relève, de manière essentielle, d'un choix politique bien plus que d'une simple analyse juridique de la pertinence de l'obligation d'information.

Il n'en va pas de même pour toutes les exclusions fondées sur les destinataires de l'offre.

§2. La délimitation fondée sur la qualité des destinataires de l'offre : la notion d'investisseur qualifié

225. L'information initiale n'est pas requise pour certaines offres qui se trouvent exclues de la notion d'offre au public en raison de la qualité des destinataires. Il en est ainsi des offres qui s'adressent exclusivement aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers³ ou à des investisseurs qualifiés agissant pour compte

¹ On pense à la dégradation à AA+ de la note à long terme du Fonds européen de stabilité financière (FESF) pour la dette des États membres de l'Union européenne intervenue le 16 janvier 2012, résultant de la dégradation survenue la veille des dettes souveraines de la France et de l'Autriche de AAA à AA+ par l'agence Standard & Poor's, *Les Echos*, 17 janvier 2012.

² Sur la dimension prédictive des notations et analyses financières et leur qualification commune comme opinions prédictives, cf. *infra*, n° 963 et s.

³ Art. L.411-2, II, 1 du COMOFI.

propre¹. Cette première exclusion nécessite peu d'explications. Adressée à des prestataires de services d'investissement, qui sont des intermédiaires financiers agréés, l'offre de titres financiers a pour destinataires des personnes disposant des compétences, des moyens et des capacités d'analyse permettant l'appréciation du risque d'investissement pour le compte des investisseurs qui leur ont confié ce mandat. Comme cela sera étudié dans le titre suivant², dans le cadre des relations avec un intermédiaire financier, l'information utile de l'investisseur provient des règles de conduite qui pèsent sur le prestataire, obligé d'informer et de s'informer de la situation de son client, condition nécessaire à la prestation de service. La gestion de portefeuille³ suppose précisément du prestataire qu'il se substitue à l'investisseur dans la prise de décision d'investissement, une fois le contrat de service d'investissement conclu. Cela résulte de la définition même donnée du service de gestion de portefeuille à l'article D.321-1, 4° du Code monétaire et financier selon lequel « *constitue le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers le fait de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers dans le cadre d'un mandat donné par un tiers* ». Tant la représentation du client qui résulte du mandat que son caractère discrétionnaire excluent toute intervention directe du client dans les choix d'investissement opérés par le prestataire. C'est donc moins la description des titres financiers d'un émetteur en particulier qui importe que celle de l'activité du prestataire et des risques qu'elle comporte. Une telle considération justifie l'exclusion dans son principe comme dans son domaine et explique qu'elle ne s'applique pas aux autres services d'investissement pour lesquels le client reprend l'initiative des choix d'investissement. À ce titre, à défaut de toute intervention d'un client, les offres adressées à des prestataires agissant dans le cadre du service de négociation pour compte propre⁴ résultent, non du rapport de représentation entre le prestataire et un tiers, mais de la qualité d'investisseur qualifié qui lui est reconnue comme partie au rapport d'investissement⁵.

226. On en vient alors à l'exclusion des offres destinées à des investisseurs qualifiés, qui appelle de plus amples précisions. Par détermination de la loi, ne sont pas considérées comme des offres au public et sont donc soustraites à l'exigence d'établissement d'un prospectus, les offres de titres financiers dont les destinataires sont dotés de connaissances de nature à supprimer la pertinence de l'information initiale. À la différence du critère purement quantitatif du cercle

¹ Art. L.411-2, II, 2 du COMOFI.

² Cf. *infra*, n° 249.

³ Inclus dans la liste des services d'investissement au 4 de l'article L.321-1 du Code monétaire et financier, transposant le 4° de la section A de l'annexe I de la directive 2004/39/CE, repris à la même numérotation dans la *Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil*, COM(2011) 656, 20.10.2011.

⁴ Art.L.321-1, 3° du Code monétaire et financier. Selon l'article D.321-1, 3° du Code monétaire et financier, « constitue le service de négociation pour compte propre le fait de conclure des transactions portant sur un ou plusieurs instruments financiers en engageant ses capitaux propres ».

⁵ Ont la qualité d'investisseur qualifié les entreprises d'investissement mentionnées à l'article L.531-4 COMOFI, en vertu de l'article D.411-1, I, 3° du même code.

restreint d'investisseurs évoqué plus haut¹, la notion d'investisseur qualifié est, elle, qualitative.

227. Il faut alors souligner que le droit des instruments financiers fait usage de certains dispositifs similaires permettant de déterminer le domaine de différentes obligations d'information. La délimitation subjective de l'information initiale résultant de l'établissement d'un prospectus s'opère de façon analogue à celle qui peut être observée en relation aux obligations d'information qui pèsent sur les prestataires de services d'investissement². La technique commune utilisée par le législateur consiste ainsi à faire varier le domaine de l'obligation d'information en fonction des connaissances réelles ou supposées de son destinataire. Ainsi, « le régime du placement privé vise, en augmentant les qualités requises des destinataires, à diminuer corrélativement le niveau minimum d'information »³. Cette démarche va désormais trouver sa cohérence du fait de l'alignement de la notion d'investisseur qualifié avec celle de client professionnel établie par la directive 2004/39/CE sur les marchés d'instruments financiers du 21 avril 2004⁴.
228. Il n'est pas nécessaire dans le cadre de ce travail de conduire l'analyse de la notion d'investisseurs qualifié et de ses origines déjà menée dans de nombreux travaux⁵. En outre, celle-ci va prochainement être alignée avec la définition de client professionnel. Il est donc préférable de prendre appui sur les règles de conduite applicables aux prestataires de services d'investissement qui forment l'objet du titre suivant pour apprécier le fondement et la portée de cette rupture du « mythe égalitaire »⁶ entre investisseurs qu'elle emporte.

À une définition de l'investisseur qualifié en considérations de ces compétences particulières désormais alignée sur celle de client professionnel (A) répond un régime analogue de délimitation de l'obligation d'information due par les émetteurs comme par les prestataires de services d'investissement résultant de son caractère disponible (B). Cette harmonisation pose ainsi les bases d'un statut d'investisseur professionnel en droit des instruments financiers (C).

¹ Cf. *supra* n° 192 et s.

² Voir le titre suivant.

³ F.-G. TRÉBULLE, *L'émission des valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 75, p. 84, observant ensuite à juste titre que « ceci résulte d'un nécessaire souci de réalisme quant au fonctionnement des marchés ».

⁴ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, JOUE L.145/1, 30.4.2004.

⁵ M.-J. EXPERTON, « L'investisseur qualifié », *Bull. Joly Bourse*, 1999, p. 140 ; E. BERNARD et F. PELTIER, « Investisseur qualifié – La frontière de l'ordre public de protection en droit des marchés financiers », *RDBB*, sept.-oct. 1998, p. 156.

⁶ F.-G. TRÉBULLE, *op. cit.*, n° 75, p. 84 : « L'évolution que représente la prise en compte des inégalités entre investisseurs est flagrante et doit être considérée comme très positive dans la mesure où l'abandon du mythe égalitaire permet une meilleure adaptation à la réalité des faits ». E. BERNARD et F. PELTIER, « Investisseur qualifié... », préc., p. 156 : « Le mythe de l'égalité républicaine fonde le mode d'organisation traditionnel de la bourse en France où la centralisation du marché, c'est-à-dire la convergence de toutes les offres et de toutes les demandes en un même lieu au même moment, crée le juste prix ».

A. La définition de l'investisseur qualifié

229. Il convient d'étudier le dispositif existant (1) pour apprécier les modifications qui résulteront de la définition par renvoi de l'investisseur qualifié (2).

1. Le dispositif actuel

230. Alors que la directive procède par simple énumération dans la définition qu'elle donne de la notion d'investisseur qualifié¹, l'article L.411-2, II, alinéa 2 du Code monétaire et financier combine une méthode énumérative avec une définition conceptuelle. Selon cette disposition, « *un investisseur qualifié est une personne ou une entité disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers. La liste des catégories d'investisseurs reconnus comme qualifiés est fixée par décret* ». Le critère général de la qualification est fondé sur l'aptitude du destinataire d'une offre de titres financiers à apprécier le risque que comporte sa décision d'investissement. C'est là confirmer que le dispositif en la matière est fondé sur la mise à disposition des investisseurs d'une information nécessaire à l'appréciation d'un risque. Là où ce risque est connu ou susceptible de l'être par l'investisseur, le dispositif d'information perd sa raison d'être. C'est en somme un critère de l'effet utile de l'information qui conduit à en exclure la pertinence en relation aux investisseurs qualifiés. Ce critère général est ensuite précisé par une liste de catégories d'investisseurs reconnus comme qualifiés qui se trouve à l'article D.411-1, à laquelle s'ajoutent « *les personnes physiques ou entités reconnues investisseurs qualifiés dans les États parties à l'accord sur l'espace économique européen* », en vertu de l'article D.411-2 du Code monétaire et financier.

La même recherche de l'effet utile de l'information est à l'origine de la définition des clients professionnels des prestataires de services d'investissement, sur laquelle celle d'investisseur qualifié est désormais alignée en droit européen, dans l'attente de la transposition de la directive 2010/73/CE en droit français.

2. La définition par renvoi de la notion d'investisseur qualifié

231. La directive 2010/73/UE apporte une cohérence bienvenue au droit des instruments financiers dans la délimitation subjective des obligations d'information destinées à éclairer les

¹ Article 5, e), i) à v) de la directive 2003/71/CE.

investisseurs sur le risque porté par les instruments financiers¹. Prospectus et information des investisseurs par les prestataires de services d'investissement présentent en effet une complémentarité évidente. L'information standardisée, publiée par les émetteurs, est en effet complétée par l'information personnalisée dont ont la charge les intermédiaires financiers.

232. Plus que la logique de l'alignement, finalement adoptée par les instances européennes, c'est l'absence de cohérence initiale qui surprend rétrospectivement. Sans s'y attarder, on pourra néanmoins observer que s'exprime une conséquence néfaste de la méthode d'élaboration des normes consistant à adopter par cycle des directives-cadres en cascades aux champs d'application mal coordonnés, conduisant à des incohérences peu compréhensibles tant la fonction de l'information permet de penser l'unité du dispositif. En effet, le considérant 16² de la directive prospectus et le considérant 31³ de la directive MIF soulignaient la nécessité de moduler la protection des investisseurs en raison des différences existant parmi eux. La simplification du dispositif était inscrite dans la matière mais, davantage que des considérations de système, utiles en l'occurrence, c'est un souci de pragmatisme qui a motivé les instances normatives. L'harmonisation a en effet été voulue afin « *de réduire la complexité et les coûts pour les entreprises d'investissement en ce qui concerne les placements privés car ces entreprises pourraient définir les personnes ou entités auxquelles est destiné le placement sur la base de leurs propres listes de clients professionnels et de contreparties éligibles* »⁴.
233. Le dispositif trouve ainsi avec quelques années de retard un ordonnancement approprié. En effet, selon l'article premier, 2), a), i) de la directive 2010/73/CE, sont désormais des investisseurs qualifiés au sens de la directive prospectus⁵ « *les personnes ou les entités qui sont décrites aux points 1 à 4 de la section I de l'annexe II de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2003 concernant les marchés d'instruments financiers et les personnes ou entités qui sont considérées à leur propre demande comme des clients professionnels, conformément à l'annexe II de la directive 2004/39/CE, ou qui sont reconnues en tant que contreparties éligibles conformément à l'article 24 de la directive 2004/39/CE, à moins qu'elles n'aient demandé à être traitées comme des clients non professionnels* ». En somme, la notion d'investisseur qualifié est désormais alignée sur celle de client professionnel, de droit ou sur option, issue de la directive MIF et inclut également

¹ A. PIETRANCOSTA, « La révision de la directive Prospectus », *RTDF*, n° 3 – 2011, n° 6, p. 45.

² « L'un des objectifs de la présente directive est de protéger les investisseurs. Il convient donc de différencier les besoins de protection des diverses catégories d'investisseurs, notamment en fonction de leur niveau de compétence ».

³ « L'un des objectifs de la présente directive est de protéger les investisseurs. Les mesures destinées à protéger les investisseurs doivent être adaptées aux particularités de chaque catégorie d'investisseurs (clients de détail, professionnels et contreparties) ».

⁴ Cons.7 de la directive 2010/73/CE.

⁵ Article 2, paragraphe 1, e) modifié.

les contreparties éligibles¹. À la définition énumérative qui figurait dans la version initiale de la directive prospectus est substitué un renvoi aux notions de clients professionnels et de contreparties éligibles résultant de la directive MIF et à l'énumération des clients professionnels de droit et sur option qui y figure à son annexe II². L'alignement paraît s'imposer à la lecture de la définition de client professionnel que donne ce dernier texte. Selon la première phrase de l'annexe II de la directive MIF³, « *le client professionnel est un client qui possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus* »⁴. Plus précise que la définition actuelle d'investisseur qualifié, elle repose sur la même idée, tenant à l'autonomie de l'investisseur dans la détermination du risque associé à son investissement. La délimitation subjective de l'obligation en relation à l'information collective contenue dans le prospectus permet d'inférer que la description du risque constitue également l'objet premier des obligations qui pèsent sur les prestataires de services d'investissement au titre des informations qu'ils doivent transmettre à leurs clients.

234. Ainsi, prochainement, ce sont donc deux notions recevant une même définition qui coexisteront après la transposition en droit français de la directive 2010/73/CE. Lié à un prestataire de services d'investissement, l'investisseur est un client professionnel en ce qu'il est partie à un contrat de service⁵. En revanche, la notion d'investisseur qualifié est attachée aux relations qui s'instaurent entre l'émetteur et l'investisseur, dont l'objet réside dans le risque patrimonial pris par le second au bénéfice du premier. Indépendamment de l'objet du rapport juridique en cause, contrat de services d'investissement ou contrat d'investissement, le besoin de connaissance est apprécié subjectivement eu égard aux connaissances dont dispose l'investisseur.
235. La modification a une double conséquence d'importance. Théorique d'abord car, par effet de cet alignement, la directive MIF fournit la notion cadre permettant de délimiter subjectivement l'obligation de publication d'un prospectus qui pèse sur les émetteurs. Le droit « pilote » est alors celui qui régit les obligations qui pèsent sur les intermédiaires financiers alors même que l'investissement en titres financiers suppose essentiellement une relation entre les investisseurs et les entités émettrices. Cette modification a ensuite une conséquence

¹ On ne s'attardera pas ici sur le dispositif de classification des clients des prestataires de services d'investissement et de changement de catégorie par option, dont l'étude sera menée au titre suivant : cf. *infra*, n° 304.

² À cet égard, le renvoi doit être lu en considération de la *Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil*, COM(2011) 656 final, du 20.10.2011. Le dispositif de détermination des clients professionnels, qui figure toujours en annexe II de ladite proposition, ne fait l'objet d'aucune modification substantielle, qu'ils soient de droit ou sur option, ni la définition et les règles applicables aux transactions avec des contreparties éligibles.

³ Reprise à l'identique dans la proposition de refonte du 20 octobre 2011 précitée à son Annexe II.

⁴ Transposée à l'article L.533-16, al.2 du COMOFI.

⁵ Sur la définition de client comme créancier de la prestation caractéristique, cf. *infra*, n° 299.

pratique car elle implique de mettre les émetteurs dans la dépendance des intermédiaires financiers aux fins de la délimitation de leurs obligations d'informations. En effet, au sens de l'article 2, paragraphe 1, e), deuxième phrase, tel que modifié, « *les entreprises d'investissement et les établissements de crédit communiquent leur classification, à sa demande, à l'émetteur, sans préjudice de la législation pertinente sur la protection des données* ». L'alignement de la notion d'investisseur qualifié sur celle de client professionnel suppose en effet de la part des émetteurs une connaissance de la politique des prestataires de services d'investissement permettant une juste délimitation de l'obligation d'information fondée sur les connaissances de l'investisseur. Tel est d'ailleurs l'objectif recherché par la directive de 2010 dont le considérant 8 énonce que « *l'émetteur devrait pouvoir s'en remettre à la liste de clients professionnels et de contreparties éligibles qui a été établie conformément à l'annexe II de la directive 2004/39/CE* ». Cette dépendance pratique n'est toutefois pas absolue. En effet, la qualité de client professionnel est définie directement tant au niveau européen, par l'actuelle directive MIF comme sa proposition de réforme, qu'en droit interne. En outre, la qualité d'investisseur qualifié repose, elle aussi, sur un mécanisme d'option dont la mise en œuvre pour ce qui a trait à l'obligation de publier un prospectus est différente de ce qu'elle est dans les relations entre les clients et les prestataires de services d'investissement.

À cet égard, la dépendance des émetteurs aux intermédiaires sera toutefois encore amenée à s'accroître du fait que la transposition de la directive 2010/73/CE en droit français devrait conduire à abandonner le dispositif particulier d'admission des investisseurs qualifiés sur option, initialement prévu par les paragraphes 2 et 3 de l'article 2 de la directive prospectus dans sa version d'origine.

B. Le caractère disponible de la qualité d'investisseur qualifié

236. La notion d'investisseur qualifié ne renvoie pas, tout comme celle de client professionnel, à une qualification figée. Les investisseurs disposent d'une faculté de définir eux-mêmes les besoins d'information qu'il leur faut satisfaire aux fins de la prise de leur décision d'investissement. À ce titre, certains investisseurs peuvent solliciter auprès de l'AMF d'être inscrits sur une liste d'investisseurs qualifiés. Ainsi, la délimitation subjective de l'information initiale n'est pas réalisée de manière purement abstraite et impérative mais repose sur une évaluation par les investisseurs de leurs propres connaissances relatives aux titres financiers qui doivent leur être offerts.
237. Il en résulte une importante conséquence portant sur la détermination du périmètre de la notion d'offre au public. Celle-ci dépend de la qualification donnée aux destinataires de l'offre, elle-même soumise à l'option de changement de catégorie dont ils disposent. À

l'heure actuelle, le droit français repose encore sur le mécanisme institué par la version d'origine de la directive prospectus permettant à un investisseur de se voir reconnaître la qualité d'investisseur qualifié, et à un investisseur qualifié de droit de renoncer à une telle qualité. On se bornera à signaler les différences les plus notables qui existent entre ce régime et celui qui résultera de l'alignement de la notion d'investisseur qualifié sur celle de client professionnel.

238. Le dispositif interne transpose les règles inscrites dans la directive prospectus aux paragraphes 1, e), iv) et v) et 2 de son article 2. Ainsi, certaines personnes physiques¹ et entités peuvent demander, en déclarant sous leur propre responsabilité réunir les critères énoncés à l'article D.411-1, II², à être inscrites dans un fichier tenu par l'AMF³, en vertu de l'article D.411-3. Elles reçoivent alors la qualité d'investisseurs qualifiés lorsqu'elles agissent pour compte propre à compter du jour de réception de l'accusé attestant de leur inscription audit fichier, selon l'article 411-2, II. Par symétrie, les mêmes personnes peuvent, selon les termes de l'article D.411-3, seconde phrase, renoncer à tout moment à la qualité d'investisseur qualifié ainsi acquise en accomplissant les formalités prescrites à l'article 211-2-1, alinéa 2 du règlement général AMF. En somme, la catégorie des investisseurs qualifiés se divise en deux. Certains, énumérés à l'article D.411-1, I, le sont par détermination de la loi, ou plutôt du décret pris pour son application. D'autres peuvent le devenir sur option et renoncer au bénéfice de l'information dont ils bénéficieraient dans le cadre d'une offre au public, pour ensuite, éventuellement, réintégrer leur statut original d'investisseurs non qualifiés⁴.
239. Dans quelle mesure l'alignement de la notion d'investisseur qualifié sur celle de client professionnel est-elle de nature à modifier le régime d'un tel changement de catégorie ? Sans anticiper sur la présentation du dispositif de catégorisation des clients applicable aux prestataires de services d'investissement, on se bornera à soulever deux interrogations.

¹ Sur le refus initial en droit français d'admettre que des personnes physiques puissent bénéficier de la qualité d'investisseurs qualifiés lors des débats relatifs à l'adoption de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier (JO 3 juill. 1998, p. 10127), P. CLERMONTÉL et B. DORNIC, « L'émergence d'une notion autonome de placement privé », *RDBB*, nov.-déc. 1998, p. 220.

² Peuvent ainsi bénéficier de la qualité d'investisseurs qualifiés les entités remplissant au moins deux des trois critères suivants : effectifs annuels moyens inférieurs à 250 personnes ; total du bilan inférieur à 43 millions d'euros ; chiffre d'affaires ou montant des recettes inférieur à 50 millions d'euros, selon l'article D.411-1, II, 1° du COMOFI. Selon le 2° de la même disposition, peuvent également recevoir la qualité d'investisseurs qualifiés les personnes physiques remplissant au moins deux des trois critères suivants : la détention d'un portefeuille d'instruments financiers d'une valeur supérieure à 500 000 euros ; la réalisation d'opérations d'un montant supérieur à 600 euros par opération sur des instruments financiers, à raison d'au moins dix par trimestre en moyenne sur les quatre trimestres précédents ; l'occupation pendant au moins un an, dans le secteur financier, d'une position professionnelle exigeant une connaissance de l'investissement en instruments financiers. Ces critères n'ont pas été modifiés par la directive 2010/73/CE. Pour une critique de la complexité des critères retenus pour les personnes physiques, P. CLERMONTÉL, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly éditions, 2009, n° 63, p. 50-51.

³ Selon les modalités prescrites à l'article 211-2-1, alinéa premier RG AMF.

⁴ L'AMF se réfère aux investisseurs qualifiés de plein droit et sur option, *Rev. mens. AMF*, n° 29, oct. 2006 : v. P. CLERMONTÉL, *op. cit.*, n° 63, p. 49. En relation aux investisseurs qualifiés mentionnés au III de l'article D.411-1, un auteur avait introduit une sous-catégorie d'investisseurs qualifiés par fonction, H. HOVASSE, « Investisseurs qualifiés et cercle restreint d'investisseurs », *RDBB*, nov.-déc. 1998, p. 192.

240. La première a un intérêt surtout théorique. Dans le cadre des relations entre les prestataires de services d'investissement et leurs clients, le dispositif de changement de catégorie permet aux clients réputés professionnels et aux contreparties éligibles d'être considérés comme des non professionnels¹. La même possibilité doit-elle être reconnue en relation au bénéfice d'une information collective à l'occasion d'une offre au public de titres financiers ? Par principe, sans doute, afin de préserver la cohérence du dispositif consistant à permettre aux investisseurs d'adapter l'information exigible à leurs besoins réels. C'est d'ailleurs ce à quoi invite la directive 2010/73/CE avec la nouvelle rédaction de l'article 2, paragraphe 1, e) de la directive prospectus. Pour définir les investisseurs qualifiés, cette disposition évoque les clients professionnels de droit ou sur option et les contreparties éligibles, « à moins qu'elles n'aient demandé à être traitées comme des clients non professionnels ». À qui s'applique cette dernière précision ? Aux seules contreparties éligibles, aux clients professionnels sur option ou également aux clients professionnels de droit ? La mise en cohérence de la catégorisation des investisseurs qualifiés avec celle des clients professionnels invite à retenir une interprétation extensive. En pratique toutefois, un tel mécanisme serait sans doute sans objet. Dès lors qu'une opération n'est exclue de la notion d'offre au public qu'à la condition de ne s'adresser qu'exclusivement à des investisseurs qualifiés, il est peu concevable que des investisseurs qualifiés, auxquels serait réservée l'offre d'un émetteur, n'acceptent de souscrire à une telle offre qu'à la condition d'un changement de catégorie de l'un d'eux entraînant l'élaboration d'un prospectus. Hors cette hypothèse, les investisseurs qualifiés peuvent participer à une offre dont ils ne sont pas les destinataires exclusifs et bénéficier ainsi du prospectus délivré aux investisseurs dans leur ensemble.
241. La seconde interrogation a trait aux modalités du changement de catégorie. Si le nouvel article 2, paragraphe 1, e) *in fine* de la directive prospectus autorise les prestataires de services d'investissement à traiter leurs clients professionnels comme des investisseurs qualifiés, qu'en est-il pour les émetteurs qui adressent une autre à des investisseurs qui n'ont pas encore fait l'objet d'une catégorisation par un prestataire de services d'investissement ? Peuvent-ils eux-mêmes faire application des règles permettant aux prestataires de décider de l'octroi de la qualité de professionnel sur option ? C'est ainsi les conditions du dialogue entre émetteurs et prestataires de services d'investissement qui doivent être précisées. En tout état de cause, pour assurer une certaine sécurité aux émetteurs, il est souhaitable que perdure le mécanisme actuel d'une déclaration et d'une inscription dans un fichier tenu par le régulateur, sous la responsabilité de l'investisseur lorsque celui-ci ne bénéficie pas déjà de la qualité de client professionnel sur option chez un prestataire de services d'investissement.

¹ Pour les clients professionnels, Art.L.533-16, al.4 COMOFI et art.314-5 RG AMF ; pour les contreparties éligibles, Art.314-8 RG AMF. La possibilité pour les contreparties éligibles d'être traitées comme des clients de détail résulte de l'article 24.2, second paragraphe, désormais inscrit à l'article L.533-20, al.3 COMOFI.

242. Une double observation peut ainsi être faite au terme de ce développement. Le prospectus est conçu comme un instrument d'information nécessaire à la correction d'un défaut de connaissance par les investisseurs. Son utilité peut toutefois être appréciée par les destinataires de l'offre qui peuvent renoncer à la protection qui leur est conférée. Cette association d'un mécanisme protecteur avec un mécanisme d'option à la disposition du bénéficiaire de la protection est une originalité du droit financier de nature à nuancer l'analyse de l'information comme simple instrument de protection d'une *partie supposée faible* à l'opération d'investissement. La reconnaissance d'un statut d'investisseur professionnel qui se fait jour en droit positif a en réalité une autre signification que celle d'une simple « frontière de l'ordre public de protection » en la matière¹, ainsi que cela va être brièvement évoqué avant plus ample discussion dans le titre suivant.

C. Vers un statut d'investisseur professionnel

243. Cette recherche d'harmonisation des méthodes de délimitation subjective d'obligations d'information, qui ont pour débiteurs tant les auteurs d'une offre au public de titres que les intermédiaires financiers, traduit une cohérence du dispositif. Il s'agit de mettre en adéquation le champ d'application des obligations d'information relatives aux instruments financiers avec le degré de connaissance et les capacités d'analyse des investisseurs. Il s'agit en somme d'une recherche de pertinence de l'information, qui suppose de ne mettre une obligation à la charge du débiteur qu'une fois constatée une asymétrie d'information avec le créancier et l'intérêt pour celui-ci de recevoir l'information en cause². Le droit des instruments financiers se fait ainsi l'écho de la convergence constatée en droit des contrats entre analyse économique et analyse morale du fondement de l'obligation d'information aux fins de sa détermination³. Il en résulte que les investisseurs ne sauraient constituer une catégorie homogène. Les propriétés intellectuelles de l'information sont telles qu'elle ne saurait utilement être érigée en objet d'obligation lorsque les créanciers ou destinataires la connaissent ou sont à même de l'élaborer à partir de leurs propres analyses. Si l'on est alors tenté de voir dans un tel dispositif l'expression d'une délimitation de la protection que l'information procure aux

¹ E. BERNARD et F. PELTIER, « Investisseur qualifié – La frontière de l'ordre public de protection en droit des marchés financiers », *RDBB*, sept.-oct. 1998, p. 156.

² M. FABRE-MAGNAN, *De l'obligation d'information dans les contrats – Essai d'une théorie*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 1992, n° 169 et s., p. 132, et spéc., n° 170, p. 133, qui expose que, pour déterminer l'objet de l'obligation d'information, qui en constitue l'élément matériel, celle-ci doit porter sur « *un fait pertinent c'est-à-dire un fait qui se rapporte à l'objet des obligations nées du contrat et utile pour le cocontractant* » (en italiques dans le texte).

³ M. FABRE-MAGNAN, *op. cit.*, n° 30, p. 22 et s., l'auteur concluant toutefois son analyse en observant que « dans de nombreuses hypothèses, une obligation d'information est moralement souhaitable et il faut donc décider si elle pourra être sanctionnée, même si elle n'est pas économiquement efficace », n° 152, p. 117.

investisseurs, il s'agit plus logiquement de limiter la contrainte qui pèse sur les débiteurs de l'obligation à son utilité réelle.

244. Par le biais de la méthode de délimitation subjective de l'obligation d'information, se construit une catégorie d'investisseurs « sachants » dotés d'un statut négatif. Il s'agit des investisseurs qui, à raison de leurs connaissances et moyens d'analyse en matière financière n'ont pas d'intérêt à bénéficier d'une information légalement déterminée. Une explication par analogie du dispositif du droit des instruments financiers avec le droit de la consommation semble alors s'imposer. En effet, « *là on oppose les consommateurs aux professionnels agissant dans le cadre de leur spécialité ; ici on oppose les investisseurs avertis (professionnels ou gros investisseurs particuliers) aux épargnants (présumés ignorants)* »¹.
245. Cette analogie ne saurait toutefois rendre compte avec exactitude de la singularité du dispositif en droit des instruments financiers. Tant la possibilité d'un changement de catégorie, permettant à un investisseur de détail de devenir investisseur qualifié ou client professionnel sur option ou à un investisseur qualifié ou un client professionnel de renoncer à cette présomption de compétence, que la primauté du risque porté par les instruments financiers sur le constat de l'inégalité entre les parties invitent à une analyse différente. Les règles relatives aux prestations de services d'investissement se profilant désormais comme un dispositif pilote en droit des instruments financiers, on renverra à leur étude dans le titre suivant pour conduire la démonstration. Pour l'heure, il convient simplement de retenir que la discipline juridique du placement privé contribue, par le biais de la notion d'investisseur qualifié, à la construction d'un statut d'investisseur professionnel.
246. **Synthèse** – La délimitation subjective du périmètre de l'information collective relative aux titres financiers associe des nécessités logiques à des considérations d'opportunité. L'exemption fondée sur la nature de l'émetteur ou de son garant apparaît assez nettement comme une pétition de principe au plan juridique comme économique. Tant les nécessités de l'information des investisseurs que l'augmentation du risque attaché aux dettes souveraines militeraient en faveur d'une extension de l'information collective en relation aux offres au public et admissions décidées ou garanties par des entités publiques nationales ou internationales. Les implications politiques d'une telle modification sont toutefois lourdes et celle-ci ne saurait résulter du constat opéré.

En revanche, l'exclusion de la notion d'offre au public des offres exclusivement adressées à des investisseurs qualifiés est essentielle à la compréhension du dispositif dont elle confirme le fondement. Reposant sur la compétence et les moyens dont dispose un investisseur pour apprécier le risque financier, elle met en lumière la fonction première dévolue à l'information consistant à décrire un tel risque. Son alignement avec la notion de client professionnel dans le dispositif applicable aux prestataires de services d'investissement apporte ainsi une

¹ F.-G. TRÉBULLE, *L'émission des valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002, n° 75, p. 84.

cohérence opportune et rigoureuse compte tenu de la complémentarité de l'information collective et de l'information individuelle assurée par les intermédiaires financiers.

247. CONCLUSION DU CHAPITRE II - La nécessité de l'information initiale est doublement circonscrite pour des raisons qui tiennent à la pertinence de l'information quant à son objet comme à son utilité compte tenu du risque que comporte l'opération et des connaissances dont disposent les destinataires de l'offre de titres financiers. La relation entre information et description du risque est ainsi corroborée par l'étude du domaine de l'obligation d'information collective.

Il existe, certes, des facteurs de perturbation de l'analyse, tant au plan de la délimitation objective que subjective de l'obligation. Ainsi, les exclusions fondées sur le volume de l'opération ou sur le nombre des destinataires de l'offre et l'exemption relative à la nature de l'émetteur ou de ses garants se fondent essentiellement sur des considérations d'opportunité. Elles déterminent un seuil d'activation de l'information collective qui tend simplement à en délimiter l'étendue compte tenu de sa lourdeur.

Il n'en reste pas moins que l'essentiel des hypothèses de délimitation objective repose sur l'appréciation de la nécessité d'une information collective en relation au risque porté par l'instrument. Si des dispenses sont reconnues pour les titres d'intéressement, c'est à raison de l'absence de risque qu'ils comportent pour leur acquéreur. Hors cette hypothèse, les dispenses et exemption ne résultent que de l'existence d'une information collective assurée par un autre biais, qu'il s'agisse d'une offre antérieure de titres de même catégorie, de documents d'information au contenu équivalent dans le cadre d'opérations particulières ou d'un dispositif spécial d'information collective en relation aux titres émis par des organismes de placement collectif.

L'étude du domaine de l'obligation d'information collective est donc venue confirmer l'hypothèse formulée à l'occasion de l'analyse de son fondement selon laquelle la discipline juridique de l'information trouve bien sa cohérence dans sa relation au risque porté par les titres financiers.

CONCLUSION DU TITRE I

248. L'analyse du fondement de l'information standardisée contenue dans le prospectus a permis d'identifier un lien entre l'information standardisée qu'il assure et le besoin particulier de connaissance du risque dont sont porteurs les instruments financiers. L'étude du domaine de l'obligation d'information collective est venue confirmer la réalité de ce lien.

L'exigence d'une information standardisée repose sur la détermination d'un besoin de connaissance compte tenu des procédés permettant aux émetteurs d'instruments financiers de proposer au public des titres financiers. L'analyse de ces procédés a ainsi permis de cerner les traits communs des différents procédés de diffusion de titres financiers justifiant le recours à une obligation d'information collective. En raison de leurs effets, les admissions aux négociations sur un marché réglementé sont ainsi assimilées aux offres au public de titres financiers quant à leur régime sans en recevoir la qualification, selon une démarche empirique du législateur. La soumission de ces deux types d'opération à l'exigence commune de publication d'un prospectus s'explique par deux considérations. Elles ont d'abord pour effet commun de diffuser des titres financiers dans un public et constituent des procédés permettant d'accéder à l'investissement. Elles ont ensuite pour objet commun des titres financiers. Leur acquisition ou leur souscription soumet les investisseurs à un risque d'investissement, qui résulte des caractéristiques juridiques des titres financiers comme des perspectives de l'émetteur. Compte tenu de sa complexité, l'information est renforcée par l'inclusion dans le prospectus d'un résumé destiné à favoriser la compréhension des investisseurs, dont le contenu doit être cohérent avec les autres parties du prospectus. En ce que l'information constitue la condition d'une prise de risque par le biais de la conclusion d'un contrat entre un pollicitant – émetteur ou tiers – et des investisseurs, le contrôle dont elle fait l'objet est nécessairement limité à une appréciation de sa cohérence interne et ne saurait induire une quelconque appréciation d'opportunité par le régulateur.

L'obligation d'information collective constitue donc l'élément essentiel du régime des procédés de diffusion de titres financiers en raison du besoin de connaissance des investisseurs lié au risque d'investissement, entendu comme le risque dont est porteur le titre financier en lui-même et du fait des perspectives de l'émetteur.

L'exigence de connaissance du risque d'investissement, lié à un procédé d'offre de titres financiers, ne saurait toutefois être généralement satisfaite en recourant à un prospectus. Propre aux titres financiers, elle exclut les contrats financiers pour lesquels l'information résulte de l'instrument financier lui-même. Plus spécifiquement, le besoin de connaissance ne saurait être identifié *a priori* en relation à l'ensemble des offres de titres financiers. La

discipline des exclusions, exemptions et dispenses met en lumière la pertinence du choix de l'information initiale en soustrayant certaines offres de titres financiers à l'exigence de publication d'un prospectus. Si, d'un point de vue tant objectif que subjectif, la délimitation de l'obligation d'information collective procède de considérations d'opportunité, en relation à l'importance de l'opération, compte tenu de son volume ou du nombre de ses destinataires, ou à la nature de l'émetteur, elle résulte pour l'essentiel d'une juste appréciation de la nécessité d'établir un prospectus pour assurer l'information du public. Ainsi, les délimitations objectives prennent alternativement en compte l'absence de risque attaché au titre offert, l'accès des investisseurs à une information équivalente ou la soumission d'émetteurs particuliers à un dispositif spécial d'information collective. En outre, le besoin de connaissance du risque d'investissement, subjectivement déterminé, suppose l'absence de pertinence de l'information standardisée lorsque le créancier dispose déjà du savoir lui permettant de déterminer le risque d'investissement.

Cette démarche de délimitation subjective emporte une adhésion immédiate en relation aux offres adressées à des investisseurs qualifiés. On perçoit dans cette exemption des limites manifestes à la logique de protection de la partie faible dont se réclame la réglementation, limites qui pourront encore être observées dans la présentation des obligations d'information qui pèsent sur ces intermédiaires financiers que sont les prestataires de services d'investissement.

TITRE II

LA PERSONNALISATION DE L'INFORMATION DANS LES CONTRATS D'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

249. La description du risque d'investissement inhérent aux instruments financiers est également assurée dans le cadre des relations bilatérales qui se nouent entre les prestataires de services d'investissement¹ et leurs clients. Ceux-ci sont en effet soumis dans leur ensemble par le Code monétaire et financier à diverses obligations rassemblées au titre de leurs « règles de conduite »². De manière significative, un bon nombre des règles de bonne conduite imposées aux prestataires sont des obligations d'information³. Un auteur a ainsi évoqué, soulignant ainsi son importance particulière, « l'obligation générale d'information à la charge du professionnel » – si l'on veut bien admettre qu'elle puisse se définir ainsi – comme « le point le plus saillant, qui le plus fréquemment implique la responsabilité des intermédiaires »⁴. Les règles applicables aux relations qui se nouent entre les intermédiaires⁵ financiers viennent compléter les obligations d'information qui s'imposent aux émetteurs ou auteurs d'une offre de titres financiers d'une double manière. Elles s'ajoutent à l'information standardisée pour

¹ Aux termes de l'article L.531-1, al.1^{er} COMOFI, les prestataires de services d'investissement sont des entreprises d'investissement et établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement au sens de l'article L.321-1. Ce dernier texte dispose, dans sa rédaction issue de l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 ayant transposé la directive 2004/39/CE en droit français, que les services d'investissement sont la réception et la transmission d'ordres pour le compte des tiers ; l'exécution d'ordre pour le compte de tiers ; la négociation pour compte propre ; la gestion de portefeuille pour le compte des tiers ; le conseil en investissement ; la prise ferme ; le placement garanti et non garanti ; l'exploitation d'un système multilatéral de négociation au sens de l'article L.424-1.

² Section 5, chapitre III, Titre III du Livre V COMOFI : v. en général, C. PÉNICHON, « Obligations et responsabilité des prestataires de services d'investissement », in *Le droit boursier en mouvement*, n° spéc. *RJ com.* 2003, p. 48-71. L'expression « règle de conduite » résulte de l'article 19 de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril concernant les marchés d'instruments financiers. Cette directive fait actuellement l'objet d'une proposition de réforme dont l'article 24 substitue à la notion compréhensive de règles de conduite le titre « Principes généraux et information des clients » : *Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil*, COM(2011) 656 final, 20.11.2011.

³ La notion est ici employée dans son sens le plus générique d'obligation ayant pour objet la transmission d'un savoir communicable. Il s'agit ainsi tant de l'obligation d'informer que de l'obligation de s'informer. L'expression d'obligation d'information sans autre précision servira à désigner les règles qui imposent au prestataire d'informer son client comme celles qui tendent à mettre à sa charge un devoir de se renseigner.

⁴ H. CAUSSE, « Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier », in *Mélanges en l'honneur de Dominique SCHMIDT*, Joly Éditions, 2005, n° 3, p. 149.

⁵ Pour une tentative de construction de la qualification d'intermédiaire, v. N. DISSAUX, *La qualification d'intermédiaire dans les relations contractuelles*, préf. C. JAMIN, L.G.D.J., 2007.

permettre une description personnalisée du risque porté par les titres¹. La relation bilatérale qui s'instaure entre le prestataire et son client conduit à apprécier concrètement dans quelle mesure l'instrument financier ou le service proposés correspondent aux attentes et aux possibilités de l'investisseur. En outre, à la différence de l'information standardisée, l'information personnalisée, délivrée par le prestataire à son client, porte sur l'ensemble des instruments financiers. Elle constitue en effet le seul procédé d'information adapté aux contrats financiers, du fait que ceux-ci n'ont pas été émis². Seule compte la description du risque impliqué par leurs termes, auxquels l'investisseur est appelé à souscrire³.

De source légale et réglementaire, l'obligation d'information dans les contrats de prestations de service d'investissement – qu'elle soit précontractuelle ou contractuelle – est pratiquement ignorée par les manuels généraux de droit des obligations⁴. On peut y trouver essentiellement deux raisons. Son régime d'obligation légale semble faire obstacle à ce qu'elle puisse vraiment comporter des enseignements utiles dans le domaine de la théorie générale, qui ne prend pour objet que l'obligation d'information comme expression d'un devoir de coopération entre les contractants fondé sur les dispositions du droit commun⁵. En outre, comme dispositif légal d'obligations d'information, le droit des prestations de services d'investissement se situe dans l'ombre du droit de la consommation⁶.

¹ Historiquement, les intermédiaires financiers ont été soumis à une contrainte juridique dans le traitement de l'information dont ils disposaient par le biais du secret professionnel. Davantage qu'un objectif de diffusion, de promotion du rôle de l'information par la règle de droit, un décret de 1890 sur les agents de change traduisait au contraire une certaine défiance à leur endroit, dans le souci d'éviter que les informations relatives à leurs clients ne puissent conduire à des variations de cours préjudiciables. Cette exigence de secret résultait de l'article 40 du décret du 7 octobre 1890 et, antérieurement de l'arrêt du Conseil du roi du 24 septembre 1724 interdisant aux agents de change « de nommer dans aucun cas les personnes qui les auront chargés de négociation auxquelles ils seront tenus de garder un secret inviolable » : v. P. DIDIER, *Droit commercial – le marché financier et les groupes de sociétés*, t.3, PUF 1993, p. 252. Du secret auquel ces anciens officiers ministériels étaient soumis, le droit a basculé vers une exigence de transmission des informations dont disposent les prestataires de services d'investissement. Ces derniers doivent autant déclarer les opérations de nature à constituer un abus de marché que veiller de manière constante à la régularité des opérations qu'ils peuvent être amenés à réaliser en opérant de multiples vérifications : v. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 357 et s., p. 484, au titre de leurs règles d'organisation et n° 405 et s., p. 556, en relation à la prévention des abus de marché et à la lutte contre le blanchiment de capitaux. Si cet aspect n'est toutefois pas directement lié à l'étude des obligations auxquelles ils sont soumis dans leurs rapports avec leurs clients actuels ou potentiels, il permet de souligner, à titre liminaire, de quelle manière les intermédiaires financiers ont vu évoluer les contraintes juridiques qui pèsent sur eux.

² Cf. *supra*, n° 180, sur la distinction entre titres et contrats financiers.

³ Pour une présentation des obligations d'information qui s'imposent aux prestataires de services d'investissement relatives aux dérivés : v. A. GAUDEMET, *Les dérivés*, préf. H. SYNDET, Economica, 2010, n° 302, p. 147 et s.

⁴ Après avoir remarqué que « l'obligation d'information se rencontre dans de nombreux contrats », MM. F. TERRÉ, P. SIMLER et Y. LEQUETTE énoncent que « c'est surtout dans le domaine des contrats ayant pour objet une prestation de services, que l'obligation d'information a connu ces dernières années un essor considérable : notaire, avocat, banquier, architecte, entrepreneur, assureur, agent immobilier, garagiste sont, parmi d'autres, tenus de renseigner, de mettre en garde et même de conseiller leurs clients », *op. cit.*, n° 455, p. 473.

⁵ F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 455, p. 472, par référence aux articles 1134, al.3 et 1135 du Code civil, selon l'interprétation créatrice du contrat par la jurisprudence, sur laquelle, dans le même ouvrage, n° 453, p. 470.

⁶ Présentant les dispositifs de prévention des vices du consentement, F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE énoncent qu'une telle approche « traite le consommateur comme un individu intelligent et libre, apte à défendre lui-même ses propres intérêts, si on lui donne les moyens de s'informer et de réfléchir », *op. cit.* n° 256, p. 265.

Le droit des instruments financiers place toutefois l'information au cœur des règles de bonne conduite qui s'imposent au professionnel, dans une perspective qui tient à la maîtrise du risque que comporte l'instrument financier¹. L'obligation d'information repose ainsi sur un fondement distinct de celui qui est le sien en droit de la consommation et conduit à une détermination différente des bénéficiaires de la protection qu'elle confère. Ce n'est qu'une fois identifié un tel fondement, propre à l'obligation d'information individuelle en droit des instruments financiers, qu'il sera possible d'en analyser la teneur dans le cadre des relations entre les prestataires de services d'investissement et leurs clients. La détermination du fondement de l'obligation d'information individuelle (**Chapitre I**), permettra ainsi d'en présenter la teneur (**Chapitre II**).

Ce passage exprime avec netteté la manière dont la plus éminente doctrine contemporaine érige le consommateur en paragon du contractant informé par volonté du législateur. Dans le même sens, MM. J. FLOUR, J.-L. AUBERT et SAVAUX mettent en lumière que l'obligation d'informer son cocontractant « peut résulter de la loi. C'est le cas, en particulier, de certaines lois de protection des consommateurs qui ont édicté, en matière de crédit notamment, une obligation d'information au profit du non professionnel qui, à défaut, risquerait de ne pouvoir s'informer correctement sur les conditions du contrat », J. FLOUR, J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *Les obligations – I. L'acte juridique*, Sirey, 14^e éd., 2010, n° 213, p. 192.

¹ « Les opérations sur instruments financiers étant par essence exposées à un risque économique, financier ou juridique, les investisseurs doivent disposer en permanence de tous les éléments d'information nécessaires pour évaluer ces paramètres », M. STORCK, « Les obligations d'information, de conseil et de mise en garde des prestataires de services d'investissement », *Bull. Joly Bourse*, 2007, p. 311.

CHAPITRE I

LE FONDEMENT DE L'OBLIGATION D'INFORMATION INDIVIDUELLE

250. S'il est une idée communément admise, tant dans le cadre de la théorie générale du contrat qu'en droit des contrats spéciaux, c'est bien celle selon laquelle l'information exigée d'un débiteur constitue un instrument de protection du créancier. En effet, l'information qui doit être délivrée à l'un des contractants permet à celui-ci de s'engager en connaissance de cause. Ne disposant pas nécessairement du savoir lui permettant de mesurer la portée de ce à quoi il s'oblige, le créancier de l'obligation est assuré de disposer des connaissances suffisantes au moment où il donnera son consentement. L'information protège ainsi dans la mesure où elle éclaire le consentement des parties à un contrat.

Les analogies entre le droit de la consommation et le droit financier sont alors aisées et attrayantes. Droit spécial appliqué à un domaine d'une haute technicité, la matière financière comporte de manière indiscutable des dangers liés au déséquilibre pouvant exister entre des professionnels aguerris et des épargnants peu éclairés. Le développement de l'information comme objet d'obligations dans les relations entre investisseurs et intermédiaires financiers rend incontournable la tentation d'une explication par analogie avec ce qui constitue l'un des procédés centraux des législations de protection des consommateurs¹. Dans une telle perspective de protection, l'information apparaît comme l'élément premier, tant en doctrine qu'en législation². Il n'est que d'ouvrir le Code de la consommation³ et de lire sa première

¹ Y. GUYON, *Droit des affaires*, t. 1, 12^e éd., Economica 2003, n° 899, p. 988, où l'auteur observe, au sujet de l'effort du législateur dans le développement de l'information comme instrument préalable pour le consommateur de défense de ses propres intérêts, qu'il « ne va pas sans rappeler le mouvement en faveur de l'information des épargnants ».

² Voir cependant Y. GUYON, *op. cit.*, n° 898, p. 987, qui semble dissocier la protection du consommateur de son information : « la protection des consommateurs au sens strict n'est qu'un volet d'une politique plus large qui doit aussi prévoir leur information et favoriser leur organisation ». L'auteur articule ainsi la présentation des règles applicables en dissociant la présentation du thème de l'information des consommateurs (n° 899, p. 988) de celui de « la protection des consommateurs » (n° 907 et s., p. 995), comprenant l'étude des règles de prévention et de réparation des dommages subis par le consommateur. L'information apparaît ainsi, selon cette présentation, comme un instrument préalable et, dans une certaine mesure annexe aux règles, dont l'effet direct résiderait dans la protection du consommateur. Dans le même sens, G. ROUHETTE, « "Droit de la consommation" et théorie générale du contrat », in *Études offertes à René RODIÈRE*, Dalloz, 1981, n° 10, p. 254 : « les textes se présentent couramment comme tendant à assurer la protection (parfois aussi l'information) du consommateur et, à cette fin, se préoccupent de l'intégrité et de la liberté de sa volonté ». Cet instrument qu'est l'information et sa finalité sont là encore distingués par cet auteur.

³ Selon l'agencement de sa partie législative issu de la loi n° 93-949 du 26 juillet 1993. Sur le recours à la codification en la matière, v. l'article très critique de D. BUREAU, « Remarques sur la codification du droit de la consommation », *D.* 1994, p. 292, n° 2, où l'auteur énonce de manière significative que « Clarifier pour faire

disposition législative à l'article L.111-1 pour s'en convaincre. Ce texte dispose que « *tout professionnel vendeur de biens ou prestataire de service doit, avant la conclusion du contrat, mettre le consommateur en mesure de connaître les caractéristiques essentielles du bien ou service* »¹. Ainsi, la protection du consommateur s'exprime par le biais de l'information qui lui est due, elle-même objet de déclinaisons multiples².

Toutefois, il convient de prolonger la réflexion pour s'interroger sur la nature de la menace qui pèse sur l'investisseur. L'enjeu n'est pas d'établir que l'intervention d'un dispositif légal d'obligations d'information a une dimension protectrice, mais il consiste à déterminer *contre quoi* un contractant a vocation à bénéficier d'une protection. Il faut ainsi examiner le réflexe conduisant à affirmer que, de manière nécessaire, tous les contrats reposant sur des dispositifs légaux et réglementaires d'obligations d'information ont pour finalité exclusive la protection d'une partie réputée faible. Ce questionnement doit conduire à déterminer le fondement de la protection que l'information confère aux investisseurs. Du fait qu'un tel fondement rejaillit sur la détermination de ses bénéficiaires, il permettra d'analyser l'étendue de la protection conférée aux différentes catégories d'investisseurs.

Compte tenu de la différence du fondement de la protection en droit des instruments financiers et en droit de la consommation, la tentation d'une analyse consumériste de l'exigence de protection de l'investisseur doit être écartée (Section I). C'est cette différence de fondement qui explique la distinction opérée en droit des instruments financiers entre différentes catégories d'investisseurs, à partir de la notion de client. Une telle distinction révélera l'insuffisance de l'analyse consumériste (Section II).

SECTION I : La tentation d'une analyse consumériste du fondement de l'obligation d'information

251. Le droit de la consommation est envisagé en doctrine comme tendant « *à organiser les rapports entre fournisseurs de biens et de services et consommateurs dans un souci de*

connaître, rien de moins surprenant à ce qu'un tel besoin provoque la réalisation d'un code dans une matière où, précisément, l'information est reine ».

¹ Le droit de la distribution n'est pas en reste avec l'article L.330-3 du Code de commerce, issu de la loi n° 89-1008, du 31 décembre 1989, relative au développement des entreprises commerciales et artisanales et à l'amélioration de leur environnement économique, juridique et social, dite loi « Doubin ». Selon ce dernier texte, lorsqu'un contrat comporte un engagement d'exclusivité à la charge de l'une ou l'autre des parties, il est fait obligation au fournisseur de communiquer un certain nombre d'informations au distributeur avant la conclusion du contrat.

² Les auteurs distinguent ainsi, à côté des obligations générales précontractuelles et contractuelles d'information, des obligations spéciales portant sur les caractéristiques des biens et services, sur les prix et les conditions de la vente, sur le respect des certaines mentions obligatoires et sur les règles relatives aux signes de qualité. Sur l'ensemble de ce dispositif, v. J. CALAIS-AULOY et H. TEMPLE, *op. cit.*, n° 55 et s., p. 61 ; Y. GUYON, *Droit des affaires*, Economica 2003, p.992-995, n° 904-906 ; S. PIEDELIÈVRE, *Droit de la consommation*, Economica 2008, n° 62 et s.

protection des seconds »¹. Il s'est construit autour de l'idée que le consommateur, « à la fois un profane et un isolé »², doit bénéficier d'une protection à l'égard du professionnel auprès duquel il cherche à se procurer un bien ou un service³. Droit de protection⁴, les législations consuméristes s'imposent alors comme un cadre de justification du développement de l'information précontractuelle nécessaire au rééquilibrage de la position des parties, en droit financier comme, par exemple, en droit de la distribution⁵.

La confrontation des places respectives occupées par les obligations d'information en droit des instruments financiers et en droit de la consommation révèle alors une différence irréductible entre les deux corps de règles. Alors que le droit de la consommation présente une dimension essentiellement subjective, liée aux qualités respectives des parties au contrat, le droit des instruments financiers est un droit des activités qui portent sur certains biens, dont le principe de développement réside dans l'objet du contrat. Cette analyse conduit à attribuer une place différente à la protection conférée par l'information dans l'ordre public en la matière (§2). Une telle perspective ne peut cependant pas être généralisée à l'ensemble des rapports juridiques relatifs à la commercialisation de « produits financiers »⁶. En effet un rapprochement entre droit des instruments financiers et droit de la consommation demeure pertinent, en relation aux activités de démarchage et de la vente à distance, qui constituent un

¹ F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 47, p. 56.

² Y. GUYON, *Droit des affaires*, t. 1, 12^e éd., Economica, 2003, n° 898, p. 985. Voir aussi ; G. ROUHETTE, « "Droit de la consommation" et théorie générale du contrat », in *Études offertes à René RODIÈRE*, Dalloz, 1981 p. 254-255 : « L'image du consommateur qui apparaît en contrechamp des divers textes que dessinent nettement les travaux préparatoires est celle d'un individu impuissant à résister aux sollicitations trop habiles ou trop pressantes ou aux abus de la puissance économique et, de toute façon, inapte à apprécier sainement ses besoins, à en proportionner la satisfaction à l'étendue de ses ressources, à mesurer la portée de ses engagements. Bref, un personnage incapable d'un calcul économique, d'un choix libre et éclairé, d'une décision mûrie ; et que l'on doit protéger non seulement contre autrui mais aussi contre lui-même ».

³ Y. GUYON, *op. cit.*, n° 897, p. 985 : « Une protection spécifique s'impose pour remplacer celle que les conditions du marché n'offrent plus », la raison de ce changement des conditions de marché tenant, dans la perspective de cet auteur, aux techniques et aux structures modernes de distribution des produits et au développement des contrats d'adhésion (p. 984-985). Selon un auteur, la « spécificité » du droit de la consommation réside en ce qu' « il poursuit un objectif particulier, de protection : défendre les consommateurs dans les actes de la vie quotidienne contre un certain nombre de dangers, avant tout ceux provenant des professionnels », J. HUET, « Éléments de réflexion sur le droit de la consommation », *LPA*, 8 nov.2001, n°2, p. 4.

⁴ Le droit communautaire fixe au nombre des ses objectifs l'harmonisation les règles de protection des consommateurs dans les États membres, à l'article 169 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

⁵ V. dans le domaine des relations commerciales comprenant un engagement d'exclusivité ou de quasi-exclusivité qui font l'objet d'une disposition particulière à l'article L.330-3 Ccom issu de l'article 1^{er} de la loi du 31 décembre 1989 déjà évoquée, dite « loi Doubin », sur laquelle, parmi une vaste littérature, G. VIRASSAMY, « La moralisation des contrats de distribution par la loi Doubin du 31 décembre 1989 (art.1^{er}) », *JCP E* 1990, II, 15808 ; L. et J. VOGEL, « Loi Doubin : des certitudes et des doutes (premier bilan sur l'information précontractuelle après cinq ans d'application de la loi, 1990-1995) », *D. Aff.* 1995, p.5.

⁶ Selon la terminologie plus mercantile adoptée dans le *Rapport relatif à la commercialisation de produits financiers*, du 21 novembre 2005, Présenté par Jacques DELMAS-MARSALET ; égal., sur la notion de produit et ses répercussions sur celle de biens en droit commercial, D. MAINGUY, « Réflexions sur la notion de produit en droit des affaires », *RTD com.*1999, n° 1, p. 47 : « si le droit des biens utilise un terme particulier, *chose* ou *bien*, le droit commercial, le droit des affaires, tend souvent à préférer le terme de marchandise ou, plus récemment, de *produit*, pour désigner l'objet des contrats conclus par les commerçants ».

véritable point de jonction entre les deux droits spéciaux tenant à la spécificité des procédés de distribution en cause (§1).

§1. La coïncidence ponctuelle du fondement de l'obligation d'information en droit des instruments financiers et en droit de la consommation

252. Il existe un domaine qui se prête davantage à une analyse consumériste plus traditionnelle et qui conduit à voir dans l'information un instrument de protection de la partie faible. Extérieurs aux règles de conduite applicables aux prestataires de services d'investissement, le droit du démarchage bancaire et financier, tout comme la réglementation des activités de commercialisation à distance des services financiers, font largement prédominer la logique de rééquilibrage des positions contractuelles des parties au contrat sur celle de la description du risque d'investissement.
253. En cette matière, il faut toutefois observer que la prise en compte des conditions dans lesquelles naît la relation entre le professionnel et la personne sollicitée prend une importance déterminante. La réglementation trouve à s'appliquer compte tenu du déséquilibre qui existe entre les parties, du fait des modalités de prise de contact avec le consommateur utilisées par le professionnel. Ici, le droit de la consommation et le droit financier se rejoignent dans une logique de délimitation objective de l'application de règles protectrices. De façon singulière en droit de la consommation, le procédé de distribution est l'indice retenu par les autorités normatives pour détecter et corriger le déséquilibre supposé au détriment d'une partie faible¹. C'est la technique de commercialisation qui justifie alors la protection, en ce qu'elle « *vient ajouter au risque inhérent au produit financier un risque supplémentaire* »². La logique de protection du consentement du consommateur, comme cible de certaines pratiques commerciales, prend le pas sur la fonction caractéristique assignée à l'information dans la présente partie de ce travail, comme instrument de détermination du risque patrimonial qu'engendre le contrat.
254. Cependant, même en relation aux procédés que sont le démarchage bancaire et financier et la commercialisation à distance de produits financiers, l'assimilation au consommateur n'a qu'une portée limitée. Une réduction de la protection dont bénéficient habituellement les consommateurs s'impose en raison de l'objet particulier de l'activité en cause. L'investisseur n'est ainsi jamais totalement assimilé au consommateur, alors même que l'obligation

¹ « Pour des raisons différentes, ces deux procédés présentent un risque similaire : celui que le consommateur ne donne pas un consentement éclairé », S. PIEDELIÈVRE, *Droit de la consommation*, Economica, 2008, n°192

² H. AUBRY et N. SAUPHANOR-BROUILLAUD, « La protection de l'investisseur par les législations spéciales : quels critères ? », *RDBF*, nov.-déc. 2010, ét. 33, n° 24, p. 57.

d'information comme mécanisme de protection trouve un fondement identique dans la nécessité de le prémunir contre certains procédés de distribution utilisés par les professionnels.

Ainsi, la coïncidence du fondement de l'obligation d'information comme mécanisme de protection s'explique à raison du recours à un procédé de distribution et résulte donc d'une détermination objective (A). L'assimilation de l'investisseur au consommateur n'a toutefois qu'une portée limitée, liée aux spécificités de certains objets ou services, car même assimilé à un consommateur, l'investisseur se voit privé du bénéfice de cet autre mécanisme caractéristique de protection consumériste que constitue le délai de rétractation (B).

A. La détermination objective du fondement de la protection conférée par l'obligation d'information tenant au procédé de distribution

255. La coïncidence du fondement de la protection conférée par l'obligation d'information, en droit des instruments et en droit de la consommation, tient au recours à certains procédés de distribution. L'investisseur est ainsi assimilé à un consommateur et bénéficie à ce titre d'une protection par l'information exigée par le Code de la consommation, en relation aux activités de démarchage bancaire et financier (1) et de commercialisation à distance de produits financiers (2).

1. Le démarchage bancaire et financier¹

256. L'activité de démarchage relève, certes, de réglementations spécifiques, selon le type de biens et de services proposés². Il présente néanmoins une ossature commune, indépendamment des secteurs économiques et circuits de distribution dans lesquels il trouve à s'intégrer. Il est ainsi intéressant de relever que le droit de repentir a été introduit en droit positif par la loi n° 72-6 du 3 janvier 1972 relative au démarchage financier et à des opérations de placement et d'assurance, puis rapidement repris par l'article 3 de la loi du 22 décembre³ de la même

¹ Sur l'activité de démarchage financier, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 239 et s., p. 331 et n° 424 et s., p. 602 ; A. COURET, H. LE NABASQUE et *alii*, *Droit financier*, 2^e éd., Dalloz 2012, n° 242 et s., p. 157 et n° 295 et s., p. 189 ; M. GERMAIN et V. MAGNIER, *Traité de droit des affaires – Les sociétés commerciales*, t. 2, 20^e éd., L.G.D.J. 2011, n° 2109-2110, p. 864-866. Pour une présentation exhaustive, l'ouvrage de P. ARESTAN, *Démarchage bancaire et financier & Conseillers en investissements financiers (CIF)*, 4^e éd. Revue Banque édition, 2011.

² Décret-loi du 12 nov.1938 relatif à l'or et aux monnaies étrangères, dont la discipline couvre aujourd'hui le démarchage et le colportage concernant les opérations sur les matières précieuses et les billets de banques étrangers aux articles L.342-1 et suivants COMOFI ; Loi du 22 décembre 1972 sur le démarchage d'articles de consommation (art. L.121-23 et s. du Code de la consommation).

³ Désormais art. L.121-25 Ccons.

année. Le droit du démarchage financier est ainsi premier dans la reconnaissance légale à la personne démarchée de prérogatives exorbitantes du droit commun¹.

257. Modifiées à de nombreuses reprises ces dernières années, essentiellement par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003² et par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010³, les règles relatives au démarchage bancaire et financier figurent aujourd'hui au chapitre I du Titre IV du Livre III du Code monétaire et financier⁴, en dépit de leur forte inspiration consumériste. Ce constat a été pris comme argument pour justifier la soumission des activités d'intermédiation financière au droit de la consommation. Dans un travail déjà évoqué, un auteur, après avoir exposé les raisons qui permettraient de définir les contrats d'intermédiation financière comme contrats de consommation⁵, prend pour exemple le démarchage pour illustrer son propos⁶.
258. Si l'assimilation de l'« épargnant-investisseur » au consommateur prend fréquemment pour point d'appui la discipline du démarchage bancaire et financier. Ce rapprochement entre droit de la consommation et droit financier n'est toutefois pas le signe d'une parenté profonde entre ces deux domaines. Loin d'illustrer une communauté d'objectifs entre droit financier et droit de la consommation, l'inspiration consumériste de la réglementation du démarchage bancaire et financier est au contraire l'expression de sa spécificité.

L'activité de démarchage se distingue des activités de prestation de services d'investissement par la prise en compte particulière de l'inégalité instaurée entre les parties qui fondent le recours à des obligations d'information comme mécanisme de protection. Au nombre de celles-ci, figurent une obligation de s'informer auprès de la personne démarchée de son expérience et de ses objectifs, ainsi qu'une obligation de l'informer aux fins de sa prise de décision⁷. D'autres informations spécifiques doivent être communiquées à la personne démarchée, dont le contenu est énoncé à l'article L.341-12 du Code monétaire et financier et précisé par décret du Conseil d'Etat⁸. L'obligation d'information qui pèse sur le démarcheur

¹ Évoquant les origines de la réglementation du démarchage à domicile et spécialement le décret-loi du 8 août 1935, un auteur note qu'en la matière, « Le droit financier a servi de modèle », S. BONFILS, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, préf. M.-A. FRISON-ROCHE, L.G.D.J. 2005, n° 32, p. 21. Sur les prérogatives exorbitantes conférées à la personne démarchée, dans le même ouvrage, n° 36 et s., p. 23 et s.

² Loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière, JORF du 2 août 2003.

³ Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.

⁴ V. sur les insuffisances de l'entreprise d'unification du démarchage, résultant de la Loi du 1^{er} août 2003, C. LUCAS de LEYSSAC et G. PARLEANI, « Le démarchage bancaire et financier », *Rev. soc.* 2003, p. 719 et s. qui synthétisent l'état du droit antérieur dans les termes suivants : « Les règles contenues dans les titres 4 et 5 du Livre III du code des marchés financiers étaient la résultante d'un empilement de textes disparates et anciens : loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme, loi du 28 décembre 1966 sur l'usure et les prêts d'argent, loi du 3 janvier 1972 sur le démarchage en valeurs mobilières », p. 720.

⁵ S. BONFILS, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, préf. M.-A. FRISON-ROCHE, L.G.D.J. 2005, n° 16 et s., p. 14.

⁶ S. BONFILS, *op. cit.* n° 29 et s., p. 20.

⁷ Article L.341-11 COMOFI.

⁸ Il s'agit de l'article 5 du décret n° 2005-1450 du 25 novembre 2005, JORF du 26 novembre 2005, en vigueur depuis le 1^{er} décembre 2005, qui figure à l'article R.341-16 du Code monétaire et financier.

lors de l'entrée en relation avec sa cible commerciale est en outre associée à d'autres règles spécifiques, également d'inspiration consumériste. Ainsi en va-t-il essentiellement de l'interdiction de procéder au démarchage pour certains produits énumérés à l'article L.341-10, entre autres, compte tenu du risque qu'ils comportent¹. De manière évidente, les règles de conduite font écho à la discipline du démarchage de droit commun, qui repose sur une obligation d'information, dont le contenu figure à l'article L.121-23 du Code de la consommation et sur l'octroi d'un délai de réflexion, reconnu par l'article L.121-25 du même code². L'association d'une obligation d'information et d'un délai de réflexion révèle que la finalité du dispositif réside essentiellement dans la prédisposition de conditions favorables à l'expression d'un consentement intègre par la personne sollicitée³.

259. La détermination de la protection ainsi conférée apparaît originale en droit de la consommation, du fait que cette inégalité découle du procédé de distribution mis en œuvre. La définition de l'activité de démarchage, qui conditionne l'application de règles spéciales, repose sur le procédé particulier mis en œuvre par le démarcheur. Le procédé, qui lui-même se dédouble, consacre la spécificité du démarchage au plan de la finalité qui lui est associée. L'activité de démarchage⁴ est constituée par une prise de contact non sollicitée avec un client potentiel ou par le fait de se rendre à son domicile, sur son lieu de travail ou dans un autre lieu non destiné à la commercialisation de produits, instruments et services financiers, pour lui proposer de réaliser des opérations et bénéficier des mêmes biens et services financiers⁵. Anticipation de la demande au moyen d'une diffusion de l'offre élargie par le biais de la sollicitation des consommateurs potentiels, le démarchage présente un risque lié à ses conditions d'exercice et « à sa finalité marchande »⁶. C'est la technique commerciale en elle-même qui instaure un déséquilibre de fait, lié à « l'effet de surprise » comme au cadre dans lequel l'offre de produits et services va fréquemment se dérouler avec la personne démarchée. Cette affirmation se trouve justifiée par le fait que les règles propres au démarchage financier ne trouvent pas à s'appliquer aux prises de contact dans les locaux des personnes pour le compte desquelles le démarcheur exerce son activité⁷. Ainsi, lorsque la personne entrée en relation avec le démarcheur est à l'origine de la prise de contact, l'application du dispositif de

¹ Sur la définition des « produits considérés comme risqués », P. ARESTAN, *Démarchage bancaire et financier et conseillers en investissements financiers (CIF)*, 4^e éd., Revue Banque édition, 2011, n° 141 et s., p.142.

² Fixé à sept jours. Voir sur la question, S. PIEDELIÈVRE, *Droit de la consommation*, Economica, 2008, n° 206-209.

³ S. PIEDELIÈVRE, *Droit de la consommation*, Economica, 2008, n° 216 ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 241, p. 333.

⁴ Les personnes habilitées à procéder au démarchage sont mentionnées aux articles L.341-3 et suivants du Code monétaire et financier. Les articles L.341-6 et suivants du même Code traitent des cas et des modalités dans lesquelles les personnes habilitées à procéder au démarchage financier doivent être enregistrées auprès des autorités de régulation compétentes selon le type de produit proposé.

⁵ Art.L.341-1 du Code monétaire et financier. Sur la définition du démarchage bancaire et financier, S. PIEDELIÈVRE, *Droit de la consommation*, Economica, 2008, n° 217-222.

⁶ C. LUCAS de LEYSSAC et G. PARLEANI, « Le démarchage bancaire et financier », préc.

⁷ Art.L.341-2, 2^o CMF, qui réserve toutefois l'hypothèse dans laquelle les démarcheurs sont contractuellement liés aux sociétés exploitant des magasins de grande surface et ont leurs locaux implantés dans lesdits magasins.

protection perd sa raison d'être, signe du lien qu'établit le législateur entre le besoin de protection et la technique commerciale du démarchage¹.

260. Si l'activité de démarchage ne peut être rigoureusement envisagée comme un acte de consommation, l'inspiration consumériste de la réglementation dont elle fait l'objet se fonde sur les procédés particuliers qui la définissent. De manière singulière, l'intervention d'une réglementation protectrice n'intervient pas, compte tenu du déséquilibre qui existe entre les parties à un acte juridique, mais du fait du déséquilibre qui découle des modalités d'exercice de l'activité de démarchage elle-même². En effet, des deux procédés de démarchage évoqués résultent des dispositions protectrices de la personne démarchée. La finalité protectrice du dispositif³ s'exprime alors d'un point de vue systématique. L'inspiration consumériste du dispositif résulte des dispositions des numéros 6°, 7° et 8° de l'article L.341-2 du CMF. Par un effet de vases communicants, le dispositif protecteur institué en droit financier voit son champ d'application limité par la présence d'un système de protection concurrent qui relève précisément du droit de la consommation. L'unité d'inspiration qui relie les diverses disciplines de protection des personnes démarchées conduit, dans le domaine spécifique du démarchage financier, à d'éventuels « *chevauchements* »⁴, que les dispositions précitées tendent justement à prévenir.
261. Ce recoupement du droit financier avec le droit de la consommation repose ainsi sur la prise en compte de l'activité. Les techniques commerciales du démarcheur fondent le choix du législateur d'attribuer la qualité de consommateur au destinataire de l'acte de démarchage. Ainsi a-t-on pu fonder la discipline du démarchage de manière déterminante sur la « *vulnérabilité contextuelle* » de la personne démarchée⁵. C'est là où la reconnaissance de la qualité de consommateur apparaît la plus objectivement déduite que les règles applicables sont semblables. L'inclusion même de la discipline du démarchage dans le Code de la

¹ La dispense figurant à l'article L.341-2, 3° CMF selon laquelle les règles sur le démarchage ne s'appliquent pas aux démarches dans les locaux professionnels d'une personne morale à la demande de cette dernière, se prête à la même analyse.

² « La loi n'a pour but que de protéger ceux qui peuvent se trouver en état de faiblesse en présence d'une démarche commerciale agressive », D. LEGAIS, « Modification de la réglementation relative au démarchage bancaire et financier », *RTD com.* 2003, p. 788.

³ Dans le rapport d'information préparé sous la direction d'un sénateur autorisé, le dispositif mis en place par la loi de sécurité financière dans le domaine du démarchage a été présenté dans les termes suivants : « Si ce nouveau régime peut être considéré comme imparfait, il remplit néanmoins son principal objectif qui est de mieux protéger l'épargnant et de renforcer la crédibilité comme l'encadrement des démarcheurs », *Rapport d'information n° 431 du Sénat de M. Philippe MARINI – La loi de sécurité financière : un an après*, déposé le 27 juillet 2004.

⁴ A. COURET, H. LE NABASQUE et *alii*, *Droit financier*, 2^e éd., Dalloz 2012, n° 296, p. 190 : « La dérogation est logique car, pour ces accords, des dispositions protectrices spécifiques sont aménagées par le droit de la consommation. Il s'agit donc d'éviter un chevauchement entre le champ d'application de ces dispositions et celles relatives au démarchage ».

⁵ « Dans le contexte du démarchage, l'investisseur confronté au prestataire professionnel est placé dans une double position de faiblesse, qui réside à la fois dans sa condition de profane et de personne sollicitée sans l'avoir demandé. Le régime du démarchage est toutefois davantage axé sur la seconde caractéristique, c'est-à-dire sur la vulnérabilité contextuelle », *Rapport d'information n° 431 du Sénat de M. Philippe MARINI – La loi de sécurité financière : un an après*, déposé le 27 juillet 2004.

consommation se présente ainsi comme une extension du principe sous-tendant la codification de la matière, qui n'a consisté à retenir « *que les lois dont l'objet concerne les relations finales entre professionnels et consommateurs* »¹.

262. **Synthèse** – Cette présentation à grands traits du cadre juridique du démarchage financier, loin d'être révélatrice d'un rapprochement général du droit de la consommation avec le droit financier, exprime un particularisme profond de l'activité de démarchage elle-même. Le souci de protection de la personne démarchée qui préside à la réglementation des obligations du démarcheur trouve sa raison d'être dans le procédé de distribution utilisé. Les spécificités de la technique commerciale du démarchage conduisent à l'élaboration d'une législation protectrice dans laquelle l'inégalité entre les parties est elle-même déduite, non d'une appréciation de la qualité respective des parties, mais de la définition de l'activité de démarchage. La justification objective de la protection conférée à la personne démarchée constitue, certes, un point de contact entre le droit financier et le droit de la consommation, mais elle met du même coup en lumière son caractère original tant à l'égard du premier que du second. Cette analyse s'applique aussi bien au procédé de commercialisation à distance de services financiers.

2. La commercialisation à distance de services financiers²

263. Le procédé de distribution³ qu'est la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs est soumis à un dispositif spécifique, résultant d'une directive du 23 septembre 2002⁴, transposée en droit français par l'ordonnance n° 2005-648 du 6 juin

¹ J.-P. PIZZIO, *Code de la consommation commenté*, Montchrestien, 2^{ème} éd. 1996, n° 50, p. 38.

² Sur la commercialisation à distance des services financiers, S. PIEDELIÈVRE, *Droit de la consommation*, Economica, 2008, n° 255 et s. ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, 2010, n° 396, p. 535-536 ; A. COURET, H. LE NABASQUE et alii, *Droit financier*, 2^e éd., Dalloz 2012, n° 301 et s., p. 193.

³ S. PIEDELIÈVRE, *Droit de la consommation*, Economica 2008, p.148, n° 192 et s., l'auteur traitant du démarchage et de la vente à distance dans un sous-titre consacré à « L'encadrement de certains procédés de distribution ».

⁴ La Directive 2002/65/CE du Parlement européen et du Conseil concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs et modifiant les directives 90/619/CEE du Conseil, 97/7/CE et 98/27/CE, JOCE L 271/16 du 9.10.2002, p.16 à 24. Sur la directive 2002/65/CE en général, A. GOURIO, « Adoption de la directive sur la commercialisation à distance des services financiers aux consommateurs », *JCP E* 2002, act. 234 ; sur l'ordonnance n° 2005-648, M. STORCK, « Réglementation des contrats de services financiers conclus à distance entre un professionnel et un consommateur », *RTD com.* 2005, p. 787 ; P. BOUTEILLER, « La commercialisation des services financiers à distance », *JCP E* 2005, 1859 ; F. COUPEZ et T. VERBIEST, « Commercialisation à distance des services financiers : bilan d'un nouveau cadre juridique », *D.* 2006, p. 3057. Sur les particularités de cette directive comme texte « d'harmonisation maximale » à l'égard des autres directives consoméristes et ses conséquences quant à sa transposition dans les différents droits internes, B. SOUSI, « L'adaptation du droit bancaire et financier européen aux nouvelles technologies », in *Le droit des affaires du XXI^e siècle*, n° spéc. *RJ com.* 2001, p. 89-90.

2005¹. Les services financiers étaient en effet restés en dehors du champ d'application de la directive 97/7/CE du 20 mai 1997², aujourd'hui abrogée³, sur la protection des consommateurs en matière de contrats à distance, transposée en droit interne par une ordonnance du 23 août 2001⁴. Les services financiers restent exclus du champ de la nouvelle directive relative aux droits des consommateurs du 25 octobre 2011 par son article 3, paragraphe 3, point d)⁵. Présentée par un auteur comme un point de rencontre entre le droit financier et le droit de la consommation⁶, la réglementation applicable aux contrats portant sur les services financiers fait référence à la notion de consommateur pour envisager le destinataire d'une offre à distance de services financiers⁷. De manière significative, le dispositif mis en place par l'ordonnance du 6 juin 2005 a été codifié aux articles L.121-20-8 à L.121-20-14 du Code de la consommation, que le législateur s'est contenté de reproduire à l'article L.343-1 du Code monétaire et financier, conférant un rôle de Code pilote au premier. C'est ainsi au titre de la protection du consommateur que sont édictées les obligations d'information qui pèsent sur les personnes qui se livrent à la commercialisation de services financiers. Ces obligations d'information mises à la charge du fournisseur, au sens de l'article 2, c) de la directive⁸, résultent des articles 3 à 5 du même texte. Les règles internes se trouvent à l'article L.121-20-10 du Code de la consommation, complété par l'article R.121-2-1 du même Code.

264. Ce n'est pas tant le contenu de ces dispositions que la sanction de leur non respect qui apparaît problématique. Outre l'application d'une contravention de cinquième classe prévue à l'article R.121-2-4 du Code de la consommation, l'on ne peut que remarquer avec un auteur⁹

¹ Ce texte est entré en vigueur le 7 décembre 2005.

² Ainsi que le précise le considérant 1) de la directive précitée.

³ Par l'article 31 de la directive 2011/83/UE du Parlement européen et du Conseil du 25 octobre 2011, relative aux droits des consommateurs, modifiant la directive 93/13/CEE du Conseil et la directive 1999/44/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 85/577/CEE du Conseil et la directive 97/7/CE du Parlement européen et du Conseil, JOUE L.304/64 du 22.11.2011.

⁴ Les dispositions issues de l'ordonnance figurent actuellement aux articles L.121-16 et suivants du Code de la consommation. L'article L.121-16 énonce que les dispositions de la sous-section dont il relève ne s'appliquent pas aux contrats sur services financiers.

⁵ Selon l'article 2, 12) de la directive, un service financier s'entend de « tout service ayant trait à la banque, au crédit, à l'assurance, aux pensions individuelles, aux investissements ou aux paiements ».

⁶ T. GRANIER, « La commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs : une rencontre entre le droit financier et le droit de la consommation », *Bull. Joly Bourse*, janv.-2006, p. 7 et s. Dans le même sens, à propos de l'ordonnance du 6 juin 2005, S. PIEDELIÈVRE, « La commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs », *RDBF*, 2005, p. 28, qui énonce que ce texte « se situe dans le droit fil de l'évolution des opérations bancaires ces dernières années, qui a été marquée par la forte intrusion en cette matière du droit de la consommation. Le législateur a voulu opérer un rééquilibrage en faveur de la partie réputée faible ».

⁷ Voir l'ensemble des considérants, l'article premier de la directive 2002/65/CE traitant de son champ d'application et la définition donnée de consommateur par l'article 2, d) comme « toute personne physique qui, dans les contrats à distance, agit à des fins qui n'entrent pas dans le cadre de son activité commerciale ou professionnelle ».

⁸ Cette disposition définit le fournisseur comme « toute personne physique ou morale, publique ou privée, qui, dans le cadre de ses activités commerciales ou professionnelles, est le fournisseur contractuel des services faisant l'objet de contrats à distance ».

⁹ S. PIEDELIÈVRE, *Droit de la consommation*, Economica 2008, n° 261.

que l'unique sanction civile énoncée par le texte résulte d'une lecture *a contrario* de l'article L.121-20-12 dans le report du point de départ du délai de rétractation au moment de la réception par les consommateurs des informations et conditions contractuelles. À défaut du bénéfice d'une telle faculté de rétractation, les consommateurs parties à des contrats de fourniture d'instruments financiers n'ont plus que la possibilité de contester la validité du contrat sur le fondement du non respect des règles d'information, dont la valeur d'ordre public n'a néanmoins pas été précisée par l'ordonnance.

265. Si les obligations d'information imposées dans le cadre du démarchage et de la commercialisation à distance ont un fondement consumériste en ce qu'elles tendent à protéger la partie faible au contrat au stade de l'expression de son consentement, il apparaît que, même là, le droit des instruments financiers présente une spécificité irréductible aux techniques du droit de la consommation. En effet, l'information devient l'élément exclusif de la protection de ces consommateurs particuliers que sont alors les investisseurs¹. L'absence du bénéfice du mécanisme essentiel de protection qu'est le délai de rétractation laisse penser que, dans le domaine des services financiers à distance, la rencontre entre le droit des instruments financiers et le droit de la consommation ne permet pas d'écarter la prise en compte des spécificités des instruments financiers.

B. La délimitation objective de la protection conférée par le délai de rétractation tenant aux instruments financiers

266. Comme tout dispositif consumériste, la réglementation des activités de démarchage bancaire et financier et de commercialisation à distance de services financiers confère au consommateur le bénéfice d'un délai de rétractation. Le bénéfice d'un délai de rétractation est ainsi reconnu à la personne démarchée², mais aussi au consommateur de services financiers³.

267. Le droit de la fourniture à distance de services financiers et du démarchage présente toutefois cette singularité de faire varier le champ de cette mesure de protection, compte tenu de l'objet de la prestation proposée. On observe un décalage entre la logique protectrice d'ensemble qui anime le dispositif et le traitement particulier réservé aux prestations portant sur les

¹ Dès lors, on ne peut que souscrire à l'affirmation d'un auteur pour qui, « En tout état de cause, la nullité devrait pouvoir être prononcée dès qu'un manquement à l'obligation est constaté. Il aurait été bon que l'ordonnance le prévoie expressément », *Ibid.*

² Article L.341-16, I COMOFI.

³ L'article L.120-20-12, I Ccons. dispose que « le consommateur dispose d'un délai de quatorze jours calendaires révolus pour exercer son droit de rétractation, sans avoir à justifier de motif ni à supporter de pénalités ». L'alinéa 2 du même texte poursuit en énonçant que le délai pendant lequel peut s'exercer le droit de rétractation commence à courir : 1° soit à compter du jour où le contrat à distance est conclu ; 2° soit à compter du jour où le consommateur reçoit les conditions contractuelles et les informations conformément à l'article L.121-20-11, si cette dernière date est postérieure à celle mentionnée au 1°.

instruments financiers. La prise en compte de la spécificité des instruments financiers a ainsi pour conséquence essentielle une limitation des facultés de rétractation reconnues à l'investisseur-consommateur.

En matière de démarchage, le délai de rétractation n'est ainsi pas reconnu¹ à l'investisseur lorsqu'il contrevient à la bonne réalisation de certains services ou que la personne démarchée en a réclamé une exécution anticipée². En particulier, selon l'article L.341-16, I, 3° du Code monétaire et financier, ce délai ne s'applique pas aux services de réception-transmission et d'exécution d'ordres pour le compte des tiers, ainsi qu'à la fourniture d'instruments financiers mentionnés à l'article L.211-1 du même code. Le délai de rétractation est ainsi écarté dans le cadre des opérations sur instruments financiers pour des raisons qui tiennent aux spécificités des modes de négociation de ces biens. Ce traitement d'exception est « *nécessaire afin d'éviter le risque d'une inadéquation entre le prix demandé et le coût réel en cas de fluctuation des marchés sur lesquels l'établissement vendeur des produits ou services n'a aucune influence* »³. Le dispositif relatif au démarchage bancaire et financier, quoi que d'inspiration consumériste, se heurte ainsi aux spécificités des instruments financiers, soustraits au champ d'application du délai de rétractation pour des raisons pratiques liées aux conséquences que son exercice emporterait. En effet, « *le délai de rétractation, qui a pour objet de permettre à la personne démarchée de réfléchir et de revenir sur sa décision, ne doit pas déboucher sur des conséquences graves pour l'établissement signataire du contrat* »⁴.

Le constat est le même en matière de commercialisation à distance de services financiers. Il est ainsi précisé au 1° du II du même article que le droit de rétractation ne s'applique pas à la fourniture d'instruments financiers mentionnés à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, ni aux services de réception-transmission et exécution d'ordres pour le compte de tiers mentionnés à l'article L. 321-1 du même code⁵. Le champ d'application du régime de protection du consommateur, envisagé comme destinataire d'offres de services financiers à distance, apporte une limite à la présentation selon laquelle le Code de la consommation apparaîtrait comme un Code pilote. L'application d'un dispositif de protection d'inspiration consumériste *intuitu personae* est en réalité limitée aux services financiers qui ne portent pas sur les instruments financiers. Si l'information apparaît bien comme le droit commun, la faculté de rétractation n'est pas reconnue de manière générale pour l'ensemble des contrats de services financiers à distance. La justification d'une telle exclusion apparaît plus clairement à la lecture du texte communautaire, qui énonce, à son article 6, paragraphe 2, a) que le droit de

¹ On laisse évidemment hors de la démonstration l'exclusion logique du bénéfice du délai de rétractation lorsque ce délai fait doublon avec celui prévu pour certains produits et services : Art. L.341-16, III, 2° COMOFI.

² Art. L.341-16, III, 1° et 3° COMOFI.

³ P. ARESTAN, *Démarchage bancaire et financier & Conseillers en investissement (CIF)*, 4^e éd., Revue Banque édition, 2011, n° 191, p. 179.

⁴ *Ibid.*.

⁵ L'introduction d'un tel droit de rétractation reconnu au consommateur résulte de l'article 6, paragraphe 1 de la directive 2002/65/CE.

rétractation ne s'applique pas « *aux services financiers dont le prix dépend de fluctuations du marché financier sur lesquelles le fournisseur n'a aucune influence, qui sont susceptibles de se produire pendant le délai de rétractation* »¹.

Au sein d'un droit financier envisagé comme un bloc qui recouvrirait la fourniture de produits d'assurance, la prestation de services d'investissement ou de services relevant du monopole bancaire², une exception *intuitu rei* à l'application du dispositif issu de la directive et de l'ordonnance se fait jour, compte tenu des caractéristiques propres des instruments financiers. La protection dont doit bénéficier le consommateur ne peut être exigée lorsque le fournisseur n'est pas en mesure d'intervenir sur la substance de l'objet du contrat. La fourniture d'instruments financiers exclut donc le consommateur du bénéfice d'une faculté de rétractation pour la raison évidente que « *le droit de rétractation n'a pas pour but d'offrir une porte de sortie facile à l'investisseur qui subit une baisse des cours* »³. Le risque de dépréciation de la valeur, lié aux fluctuations des cours sur les différents marchés, rend la protection dépourvue d'objet. La protection offerte aux consommateurs par le biais d'une faculté de rétractation rendrait largement impossible le développement des modes de commercialisation à distance de services financiers dont l'objet est constitué par des instruments financiers. C'est ainsi la finalité de la directive relative au développement des activités dans le marché intérieur, qui se trouverait menacée⁴.

268. **Synthèse** – Les règles propres au démarchage financier et à la commercialisation à distance des services financiers ne constituent que des mécanismes d'adaptation à un objet particulier – les services financiers – d'un dispositif de protection d'inspiration consumériste.

Cette protection présente toutefois une double originalité. Bien qu'elle fonde l'obligation d'information due au consommateur, elle est déterminée de manière objective, en considération des dangers que présente le procédé de distribution en cause. L'inégalité entre les parties et ainsi inférée des conditions objectives de l'entrée en relation du professionnel avec le consommateur. En outre, cette protection est objectivement délimitée en considération de l'objet sur lequel porte le procédé de distribution. La spécificité des instruments financiers empêche un recours à cet autre pilier de la protection des consommateurs que constitue le délai de rétractation.

¹ L'article 6 de la directive énumère ensuite des opérations pouvant rentrer dans une telle définition, qui comprend, entre autres, les titres négociables, les parts dans les entreprises de placement collectif, les contrats financiers à terme et instruments équivalents, les contrats à terme sur taux d'intérêt, les contrats d'échanges (*swaps*) sur taux d'intérêt, devises ou flux liés à des actions ou indices sur actions et les options. Le législateur fait l'économie d'une telle énumération en opérant un simple renvoi aux différentes catégories d'instruments financiers figurant à l'article L.211-11 du Code monétaire et financier. Un auteur observe ainsi que « Cette solution se justifie par la rapidité de variations des valeurs que peuvent subir ces instruments », S. PIEDELIÈVRE, *Droit de la consommation*, Economica 2008, n° 264.

² V. sur la catégorie européenne des services financiers, T. BONNEAU, « Législation « financière » et droit communautaire », in *Le Code de commerce – 1807-2007 – Livre du bicentenaire*, Dalloz, 2007, p. 707.

³ S. PIEDELIÈVRE, *op. cit.*, n° 264.

⁴ Considérant 2 de la directive 2002/65/CE précitée.

Objectivement déterminée, la protection est également objectivement limitée. Si l'inspiration consumériste est indiscutable et fonde l'obligation d'information, elle conduit davantage à la reconnaissance d'un besoin spécifique de protection en relation aux procédés de distribution évoqués qu'à une absorption totale des spécificités du droit des instruments financiers par les techniques du droit de la consommation.

Trouvant chacun leur pendant ou leur source dans une réglementation générale figurant dans le Code de la consommation, les dispositifs applicables aux démarchage et à la commercialisation à distance répondent à un besoin de protection lié aux procédés qui les définissent. Elles ne présentent pas de véritable autonomie au plan des mécanismes de protection sur lesquels elles reposent, à l'égard de la figure de droit commun dont elles ne se distinguent que compte tenu du particularisme irréductible de leur objet.

C'est d'ailleurs, d'une manière générale, à partir de cet objet que doit être déterminé le fondement de l'obligation d'information individuelle en droit des instruments financiers, et non à partir du déséquilibre constaté entre les parties au contrat.

§2 La spécificité du fondement de l'obligation d'information en droit des instruments financiers

269. Pour distinguer de quelle façon l'information satisfait une exigence de protection dans l'ordre public financier, il convient d'étudier la place accordée à l'objet de l'obligation d'information individuelle qui pèse sur les intermédiaires financiers. L'existence même d'un droit des instruments financiers implique une primauté de l'objet par rapport au sujet. Le fondement objectif de l'information que constitue la maîtrise du risque inhérent à l'instrument financier et à l'opération projetée distingue le droit des instruments financiers du droit de la consommation. C'est ce qu'il convient d'évoquer en distinguant la place qu'occupe l'objet du contrat dans les deux domaines (A). Des conséquences résultent nécessairement d'une telle différence sur la détermination du contenu de l'ordre public en la matière (B).

A. La place de l'objet en droit des instruments financiers et en droit de la consommation

270. Certes, le déséquilibre contractuel supposé entre les parties, qui fonde l'élaboration d'une législation protectrice du consommateur à l'égard du professionnel, n'est pas étranger aux

règles applicables aux prestations de services d'investissement¹. Une telle observation, exclusivement fondée sur la dimension professionnelle de l'activité du prestataire d'investissements résultant de la nécessaire obtention d'un agrément, fait toutefois l'économie d'une réflexion qui prenne en compte la différence qui existe entre les « contrats de consommation » et les contrats portant sur la prestation de services d'investissement. Si un rapprochement doit être opéré, il ne peut être d'une aussi grande généralité sans envisager les particularités de l'objet des prestations de services d'investissement.

271. La dimension inégalitaire du rapport contractuel, si elle caractérise les contrats de consommation, ne constitue pas le fondement du dispositif normatif applicable aux services d'investissement. À la différence du droit de la consommation, le droit des instruments financiers se construit davantage à partir de son objet que de ses acteurs. En somme, l'ordre public invoqué ne confère pas la même place aux considérations objectives et subjectives en droit des instruments financiers et en droit de la consommation.

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 (1). 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 (2).

1. La prépondérance du sujet en droit de la consommation

272. Le droit de la consommation est défini essentiellement à partir de la qualité respective des parties aux contrats. Son champ d'application est conditionné par la relation qui s'instaure entre un professionnel et un consommateur et non compte tenu de la prestation envisagée. Il n'existe pas de prestation caractéristique des rapports de consommation, ni quant au bien à fournir, ni quant au service à rendre. L'objet du contrat de consommation ne correspond à aucune définition ou distinction dans la théorie du droit des biens. Il ne peut ainsi qu'être défini en creux, comme le bien « *acquis ou utilisé dans un but non professionnel* »². Il n'est nullement assimilable aux choses consommables³. La consommabilité propre à certains biens est prise en compte dans le Code civil aux articles 587 et 1874. Le premier de ces textes détermine les prérogatives reconnues à l'usufruitier lorsque son droit porte sur « *des choses dont on ne peut faire usage sans les consommer* » et le second évoque « *les choses qui se*

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 453, p. 654 : « c'est bien contre les pratiques des professionnels avec lesquels il contracte, tout autant que contre les risques du marché, que s'organise aujourd'hui la protection de l'investisseur ».

² J. CALAIS-AULOY et H. TEMPLE, *Droit de la consommation*, Dalloz, 8^e éd., 2010, n° 10 p. 9.

³ *Idem*, n° 9, p. 8.

consomment par l'usage qu'on en fait », qui constituent l'objet du prêt de consommation. Ces deux dispositions ne fondent nullement en elles-mêmes un régime de protection mais prennent en compte « *la réalité physique* » de la dissipation de la chose et « *la réalité juridique de son aliénation* », pour déterminer l'obligation de restitution¹ qui pèse sur l'usufruitier et l'emprunteur, investis d'un pouvoir de disposition pour exercer un droit qui en principe ne le confère pas. Or, le Code de la consommation ne s'attache pas à la consomptibilité de la chose. Le dispositif de protection contre les clauses abusives est construit autour de la seule prise en compte de l'inégalité entre les parties, définies comme un non professionnel ou un consommateur d'un côté, et un professionnel de l'autre à l'article L.132-1. Lorsque l'objet du contrat est évoqué pour déterminer l'obligation d'information due par le professionnel au consommateur, l'article L.111-1 se réfère de manière générique au vendeur de biens ou au prestataire de services. L'objet du contrat de consommation constitué par des biens ou services² ne sera qu'une catégorie reflet de la composante subjective des rapports juridiques qui se nouent autour de lui. Sauf application de certaines règles du droit de la consommation à des situations extérieures au cadre strict des relations entre professionnels et consommateurs³, l'objet du contrat donnant lieu à l'application des règles du droit de la consommation apparaît largement second par rapport aux qualités respectives des parties, qui seules fondent une discipline juridique spéciale du contrat.

273. Ce constat n'est toutefois pas partagé par l'ensemble de la doctrine. Il renvoie en effet à la controverse qui s'est nouée autour de la délimitation de la matière. Le droit de la consommation est-il de manière prédominante un droit des consommateurs⁴ ? Une partie de la doctrine avait en effet suggéré que le dispositif était en réalité doublement délimité. Il l'aurait été d'une part de manière subjective, d'après les relations entre professionnels et consommateurs, et d'autre part de manière objective par la notion plus objective d'acte de

¹ J. CARBONNIER, *Droit civil – Les biens, les obligations*, PUF, 2004, n° 714, p. 1607-1608 ; également, P. MALAURIE et L. AYNÈS, *Les biens*, 4^e éd., Defrénois 2010, n° 152-153, p. 46-47 ; sur la notion voisine de bien de consommation, désignant « des choses qui, sans être détruites par le premier usage, connaissent un dépérissement rapide », n° 154, p. 43.

² La directive 2011/83/UE ne donne aucune définition générique de l'objet des contrats de consommation et se limite à définir à son article 2, 1) le bien comme tout objet mobilier corporel, sauf les objets vendus sur saisie ou de quelque autre manière par autorité de justice ; l'eau, le gaz et l'électricité étant considérés comme des « biens » lorsqu'ils sont conditionnés dans un volume délimité ou en quantité déterminée. Si la directive ne définit pas la notion de service, celle de contrat de service est entendue à l'article 2, 6) comme « tout contrat autre qu'un contrat de vente en vertu duquel le professionnel fournit ou s'engage à fournir un service au consommateur et le consommateur paie ou s'engage à payer le prix de celui-ci ».

³ « Ainsi la garantie des vices cachés, la responsabilité du fait des produits défectueux, les fraudes et falsifications, la publicité trompeuse (...) bien que les textes les concernant aient théoriquement une application générale », J. CALAIS-AULOY et H. TEMPLE, *op. cit.*, n° 17, p. 18.

⁴ La réflexion sur la dimension essentiellement objective ou subjective du droit de la consommation comme droit de l'acte de consommation ou comme droit du consommateur, si elle est classique, n'en est pas moins toujours d'actualité en doctrine : N. RZEPECKI, « Le code de la consommation, code du consommateur ? », *De code en code – Mélanges WIEDERKEHR*, Dalloz, 2009, p. 711.

consommation¹. Tous les actes conclus entre professionnels et particuliers ne relevant pas nécessairement du droit de la consommation, la notion d'acte de consommation aurait permis de remédier à l'insuffisance de la seule prise en compte de la qualité des parties².

274. La doctrine s'est cependant ralliée à une approche plus étroitement subjective et finaliste de définition du domaine du droit de la consommation, suivant en cela les orientations du législateur dans la codification de la matière³. L'adoption du critère finaliste, qui peut être défini comme l'objectif de protection de cette partie faible à un contrat conclu avec un professionnel qu'est le consommateur, permet ainsi de tracer une ligne de démarcation avec d'autres domaines relevant d'un ordre public économique. Le professeur MALINVAUD a ainsi remarqué que la réglementation de la concurrence avait un effet indirect positif sur les consommateurs en leur évitant les effets négatifs qui peuvent dériver de la formation de situations de monopole ou de concurrence déloyale⁴. Il observe que « *la prise en considération d'un critère finaliste permettra de dégager le contenu de ce droit : il comprend l'ensemble des dispositions d'origine législative, réglementaire ou jurisprudentielle ? qui organise le statut du consommateur en tant que tel dans le but principal de protéger les intérêts de chaque consommateur* »⁵.

Ce courant doctrinal majoritaire de présentation du droit de la consommation, selon le critère finaliste de la protection du consommateur⁶, conduit à ne voir dans l'ensemble des procédés normatifs utilisés que des expressions de cet objectif de protection. Les obligations d'information mises à la charge du professionnel se profilent comme un instrument de rééquilibrage des positions contractuelles relatives du consommateur et du professionnel. La faiblesse du consommateur, définie comme telle du fait de la qualité particulière du professionnel avec lequel il contracte, a vocation à être corrigée par les obligations d'information et le formalisme informatif qu'impose le législateur. On a ainsi pu qualifier le droit de la consommation de droit « *incarné* »⁷ en ce qu'il a son assise essentielle dans le pronostic de déséquilibre né de la relation économique entre les parties et de l'écart structurel

¹ J.-P. PIZZIO, « L'introduction de la notion de consommateur en droit français », *D.* 1982, Chron. p. 91-98, spécialement p. 92 : « Celui-ci doit être, avant tout, un droit de conception objective envisageant le consommateur comme un utilisateur de biens et services ».

² Sur cette question, N. SAUPHANOR, *L'influence du droit de la consommation sur le système juridique*, L.G.D.J. 2000, p. 3-9, spécialement, n° 5 : « La conception finaliste est celle qui a été retenue par le législateur de 1993 lorsqu'il s'est agi de délimiter le corps de règles à codifier ».

³ *Idem*

⁴ P. MALINVAUD, « La protection des consommateurs », *D.* 1981, p. 50.

⁵ *Ibid.*

⁶ J. CALAIS-AULOY et H. TEMPLE, *Droit de la consommation*, Dalloz 8^e éd. 2010, n° 2 p. 3 : « Le droit de la consommation cherche à équilibrer les relations entre professionnels et consommateurs ».

⁷ Denis MAZEAUD, « Plaidoyer en faveur d'une règle générale sanctionnant l'abus de dépendance en droit des contrats », *Études de droit privé - Mélanges offerts à Paul DIDIER*, Economica, 2008, n° 23, p. 344 : « de façon générale, le droit de la consommation est un droit « incarné », qui se singularise, par rapport au droit commun des contrats, par le fait qu'il intègre les inégalités économiques et les rapports de force entre les contractants dans les règles qu'il édicte ». Une telle observation pourrait même s'étendre au droit de la distribution, les déséquilibres économiques y apparaissant également comme la trame de la réglementation qui le forme.

de leur pouvoir de négociation. Il est ainsi constitué par des règles qui s'attachent à une relation avant davantage qu'à un acte d'acquisition.

275. L'objet du contrat apparaît alors largement extérieur à la justification l'existence de l'obligation d'information. En revanche, il en détermine logiquement le contenu. En effet, comme objet de l'engagement des parties, le bien ou le service proposé par le professionnel est assurément ce sur quoi porte les obligations d'information du professionnel à l'égard de son cocontractant profane. Ainsi, le Code de la consommation distingue, et les auteurs après lui, les différents éléments d'information dus, compte tenu de la prestation envisagée en relation à certains types de biens. L'information comme exigence de protection préexiste et se morphe dans les différentes réglementations spéciales applicables à des biens ou services, dont le traitement répond à des exigences particulières de connaissance¹. Elle se fonde cependant sur la prise en compte de l'inégalité fondamentale des parties au contrat, et non sur certaines caractéristiques objectives propres à l'acte de consommation. La notion d'acte de consommation se présente ainsi comme un pur instrument permettant l'exposition des règles applicables aux différentes phases du processus de consommation. L'acte de consommation permet ainsi de séquencer les étapes du rapport entre professionnel et consommateur mais ne conduit pas à en préciser l'objet². C'est bien toujours la protection d'une partie par rapport à l'autre qui détermine le champ de la matière. Les situations de déséquilibre pourront être observées et déterminées empiriquement³.
276. C'est cela qui semble le trait distinctif du droit de la consommation par rapport au droit financier. Le droit de la consommation traite des relations entre deux sujets de droit ayant une inégale aptitude à déterminer le contenu et à prendre la mesure des engagements juridiques que les parties projettent. Le droit financier traite avant tout de la décision d'investissement, sur certains types de produits financiers, les instruments financiers. Notion élémentaire du

¹ Il s'agit ici de la distinction entre droit général de la consommation et droit spécial de la consommation, dont le critère relativement incertain semble être l'inclusion des dispositions dans le Code de la consommation : Voir N. SAUPHANOR, *L'influence du droit de la consommation sur le système juridique*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 2000, n° 8, p.6-7 et les références citées.

² Un auteur distingue ainsi la préparation, le financement et la réalisation de l'acte de consommation pour exposer les règles protectrices selon le moment du processus de consommation auquel elles interviennent : S. PIEDELIÈVRE, *Droit de la consommation*, Economica 2008, n° 41, p. 29 et s.

³ C'est l'expression objective du déséquilibre entre sujets de droit qui fondera donc l'intervention des règles du droit de la consommation. C'est pourquoi, « presque toujours, l'acte de consommation passe par un contrat d'adhésion », P. MALINVAUD, « La protection des consommateurs », *D.* 1981, p. 50. L'auteur poursuit en affirmant que « le droit de la consommation est avant tout le droit des contrats d'adhésion passés par les consommateurs ». La figure du contrat d'adhésion apparaît cependant plus comme une constante sociologique que comme une constante juridique. Elle ne peut ainsi servir d'élément de définition à un contrat de consommation dont la doctrine observe qu'il n'est pas de définition spécifique. S. PIEDELIÈVRE, *Droit de la consommation*, Economica 2008, n° 1, p. 1 ; Voir aussi D. BUREAU, « Remarques sur la codification du droit de la consommation », *D.* 1994, p.295, n° 21 : « Le contrat de consommation quant à lui, n'est pas expressément défini par le Code la consommation. (...) Genre de contrat, et non espèce de contrat, tant il est vrai que le contrat de consommation se décline lui-même sous des formes diverses : contrat de vente, de prestations de services... ».

droit financier¹, celle d'instrument financier occupe une place en droit positif qui n'est nullement celle de l'acte de consommation.

La perspective relationnelle qui distingue les législations consuméristes doit être radicalement distinguée du dispositif applicable aux contrats conclus entre investisseurs et prestataires de services d'investissement. Les caractéristiques patrimoniales de l'instrument financier fondent le recours à l'information comme objet d'obligations contractuelles bien davantage que la position réciproque des parties.

2. La prévalence de l'objet en droit des instruments financiers

277. Alors que le droit de la consommation a pour origine l'inégalité supposée entre les parties au contrat, le droit des instruments financiers se construit sur l'objet propre à certaines prestations contractuelles. C'est tout spécialement par référence aux instruments financiers comme objets particuliers de prestations que se constitue la catégorie des prestations de services d'investissement, à laquelle est associé le respect de certaines règles de conduite. En effet, au sens de l'article L.321-1 du Code monétaire et financier, « *les services d'investissement portent sur les instruments financiers énumérés à l'article L.211-1* ». Si l'obligation d'information qui pèse sur le professionnel contribue à l'expression valable du consentement du client et présente ainsi une dimension protectrice, elle est associée à d'autres mécanismes qui mettent en lumière la préoccupation du législateur. L'équilibre de la position des parties est secondaire. L'objectif du dispositif réside dans l'élaboration de normes générales et abstraites établissant les conditions dans lesquelles l'activité du prestataire d'investissement doit être exercée. La préoccupation centrale du législateur se situe dans le correct déroulement de l'activité économique davantage que dans la protection de la partie réputée faible. La fonction assignée à la règle de droit est ainsi essentiellement différente.
278. La doctrine a parfois évoqué le caractère fonctionnel du droit de la consommation, expression d'une instrumentalisation du droit², à partir des fonctions assignées à la règle juridique. Ainsi, les règles rassemblées dans le Code de la consommation auraient une « *fonction commune : protéger le consommateur* »³. À s'en tenir à une telle observation, tout dispositif mettant au nombre de ses finalités la protection d'un sujet de droit procéderait d'une instrumentalisation du droit analogue à celle opérée en droit de la consommation. En effet, la protection des

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 75, p. 78 et n° 78 et s., p. 83 et s.

² N. SAUPHANOR, *L'influence du droit de la consommation sur le système juridique*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 2000, n° 11, p. 9-10

³ J. CALAIS-AULOY, « L'influence du droit de la consommation sur le droit commun des contrats », *RTD civ.* 1994, p. 240.

investisseurs constitue ainsi, à n'en pas douter, l'une des finalités du droit des instruments financiers.

279. Cet objectif de protection implique toutefois une instrumentalisation de la règle de droit fondée sur des justifications différentes. Les règles de bonne conduite, applicables aux prestataires de services d'investissement, se fondent sur le risque inhérent aux opérations sur instruments financiers. L'investisseur est ainsi protégé, compte tenu des conditions dans lesquelles il est amené à exprimer son consentement mais, surtout, il est éclairé sur les conséquences de sa décision d'investissement en termes de risque patrimonial. Ces règles de bonne conduite sont attachées à des activités dont l'objet est constitué par certains biens et contrats comportant ce qui a été désigné plus haut comme un risque d'investissement¹. Le client du prestataire de services d'investissement n'est pas principalement protégé contre le prestataire lui-même mais contre les risques liés à sa décision d'investissement².
280. Le besoin de protection doit ainsi prendre une forme différente et doit varier en intensité d'après le degré de compréhension par l'investisseur de la portée de sa décision. Ainsi que le fait remarquer le professeur DAIGRE, « *l'investisseur n'est pas un consommateur ordinaire et ne mérite pas le même degré de protection. Si chacun doit pouvoir consommer des produits courants en toute sécurité, nul n'est tenu de risquer son argent en bourse. Chacun doit savoir qu'une bourse, comme un casino, n'est pas l'équivalent d'un supermarché. Au surplus, ce qui permet d'admettre des gains financiers inespérés est le risque de faire des pertes* »³. Ainsi, c'est le risque patrimonial qui fonde l'élaboration d'un dispositif d'information spécial au profit de l'investisseur et à la charge du prestataire de services d'investissement.
281. On en prendra pour preuve négative l'absence d'obligation d'évaluation du caractère approprié et d'obligation de mise en garde associée à son défaut, en cas d'exécution de prestations de nature purement technique tendant à la réalisation d'opérations sur instruments financiers non complexes. Au sein des prestations de services d'investissement, la réception transmission d'ordres⁴ et l'exécution d'ordres pour le compte de tiers⁵ font l'objet d'un

¹ Sur le risque d'investissement cf. *infra*, n° 124 et s.

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 453, p. 654 : « c'est à l'encontre des risques du marché, qu'est organisée la protection de l'investisseur ; le recours aux professionnels, qui se traduit par l'obligation légale d'intermédiation, est considéré comme le meilleur gage de protection des droits des investisseurs ».

³ J.-J. DAIGRE, « La responsabilité du banquier en matière de prestations de services d'investissement », *RDBF*, nov.-déc. 2006, p. 91.

⁴ Le service de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers est défini à l'article D.321-1, 1° COMOFI, comme « le fait de recevoir et de transmettre à un prestataire de services d'investissement ou à une entité relevant d'un État non membre de la Communauté européenne et non partie à l'accord sur l'Espace économique européen et ayant un statut équivalent, pour le compte d'un tiers, des ordres portant sur des instruments financiers ». Il est inclus dans la liste des services d'investissement à l'article L.321-1, 1° COMOFI, transposant l'annexe I, section A, 1° de la directive 2004/39/CE qui se réfère à la réception et transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers, repris à l'identique et à la même place dans la *Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil* COM(2011) 656, préc.

⁵ Inclue dans la liste des prestations de services d'investissement à l'article L.321-1, 2° COMOFI, transposant l'annexe I, section A, 2° de la directive 2004/39/CE, repris à l'identique et à la même place dans la *Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil* COM(2011) 656, préc. L'exécution d'ordres pour le compte

régime particulier en raison des caractéristiques de l'instrument en cause. De manière exceptionnelle, c'est parce que l'instrument est non complexe que l'obligation d'information perd sa pertinence. Qualifiés en pratique d'*execution only* ou d' « *exécution simple* »¹, ces deux services sont soustraits aux obligations d'information sur le risque résultant d'un échange d'informations entre le prestataire et son client, du fait du caractère non complexe de l'instrument proposé. Sans anticiper sur le contenu de l'obligation d'information sur les risques, mise à la charge du prestataire par l'article L.533-13, II du Code monétaire et financier, c'est son champ d'application qui en met en lumière la préoccupation essentielle d'informer sur le risque impliqué par la décision d'investissement.

Les deux services en cause ne concourent en rien à déterminer la prise de risque mais simplement à la concrétiser. Le principe de la décision d'investissement est déjà acquis. Seule sa réalisation est en cause. C'est pourquoi, aux conditions qu'énumère l'article L.533-13, III du Code monétaire et financier, les prestataires ne sont tenus à aucune obligation d'évaluation ou de mise en garde en relation à de tels services, sous le respect, de certaines conditions. Le service doit porter sur des instruments non complexes, être fourni à l'initiative du client actuel ou potentiel, moyennant une information du client précisant que le prestataire n'est pas tenu d'évaluer le caractère approprié de l'instrument ou du service en cause², et le prestataire doit s'assurer que les conflits d'intérêts éventuels ne portent pas atteinte aux intérêts du client³. Du fait que l'initiative doit en revenir au client, il apparaît que le prestataire ne concourt nullement à la décision d'investissement, ni dans son principe, ni dans la détermination de son exécution. Quelle est alors la signification de l'exigence relative au caractère non complexe de l'instrument⁴, objet de la prestation ? Elle tient à ceci que, du fait du caractère complexe de l'instrument, l'exécution simple selon son moment ou ses modalités, est susceptible d'avoir une influence sur la probabilité de la réalisation du risque ou sur son importance. En somme, la portée des services purement techniques est appréciée compte tenu des caractéristiques de l'instrument. Là où celui-ci est porteur de virtualités de dépréciation en relation aux

des tiers consiste dans « le fait de conclure des accords d'achat ou de vente portant sur un ou plusieurs instruments financiers, pour le compte d'un tiers », selon l'article D.321-1, 2°, première phrase, COMOFI. La seconde phrase précise que « toutefois, l'exécution des ordres résultant des décisions d'investissement prises par les prestataires de services d'investissement dans le cadre du service mentionné au 4 ou de la gestion d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières ou d'un organisme de placement collectif immobilier relève, selon le cas, dudit service mentionné au 4 ou de l'activité de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou d'organismes de placement collectif immobilier ».

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 395, p. 532.

² Art. L.533-13, III, 1° à 3° COMOFI.

³ Par renvoi de l'article L.533-13, III, 4° à l'article L.533-10, 3° COMOFI.

⁴ Ces instruments sont énumérés à l'article 314-57 RG AMF, transposant l'article 38 de la directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006, portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil, en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive, JOUE L. 241/26, 2.9.2006. Ce dispositif de détermination des instruments non complexes est en passe d'être modifié par l'article 25, paragraphe 3 de la *Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil* COM(2011) 656, précitée.

conditions même de l'exécution de l'ordre s'y rapportant, l'information redevient nécessaire. À l'inverse, quand le risque ne résulte pas de la décision elle-même, ni de ses modalités d'exécution, compte tenu des caractéristiques juridiques des instruments financiers concernés, l'obligation d'information se trouve dépourvue d'objet. D'une certaine façon, selon l'analyse du législateur, les dés sont jetés : si la prise de risque est acquise dans son principe pour l'investisseur et que ses modalités d'exécution par le prestataire sont indifférentes à la réalisation concrète du risque, l'obligation d'information disparaît. Cette délimitation objective de l'obligation d'information sur les risques en relation à l'exécution simple révèle ainsi clairement que le fondement d'une telle obligation réside dans l'éclairage sur la prise de risque, déterminée par les caractéristiques de l'instrument.

282. À quoi il sera tentant de répondre que le droit de la consommation est composé de nombreux dispositifs spéciaux qui tendent à protéger le consommateur contre une prise excessive de risque patrimonial¹. Ainsi en va-t-il des lois « Scrivener » n° 78-22 du 10 janvier 1978 et n° 79-596 du 13 juillet 1979², mais aussi de la loi « Neiertz » n° 89-1010 du 31 décembre 1989³ et, plus récemment, la loi « Dutreil » n° 2003-721 du 1^{er} août 2003⁴.
283. Un tel rapprochement n'est pas pertinent pour deux raisons. Tout d'abord, les instruments financiers comportent en eux-mêmes un risque lié aux variations de la valeur qu'ils véhiculent. À la différence des opérations de crédit, le risque n'est pas nécessairement lié à des circonstances extérieures à la conclusion du contrat entre le consommateur et le professionnel et n'est pas réductible au défaut de l'emprunteur. Le risque patrimonial est lié à l'instrument lui-même, porteur de ses propres virtualités de dépréciation. En outre, c'est encore par référence à la qualité de consommateur, définie abstraitement comme une personne physique, que va se déterminer l'application des dispositions protectrices⁵, alors que leur étendue peut varier en droit des instruments financiers en fonction de la catégorie du client sans jamais disparaître totalement. En effet, la technique législative de définition de l'obligation d'information à la charge des prestataires de services d'investissement ne peut

¹ S. BONFILS, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, préf. M.-A. FRISON-ROCHE, L.G.D.J. 2005, n° 25, p. 19 : « certaines dispositions n'ont pas pour finalité de protéger contre une personne, mais plutôt contre un acte qui engendre des risques. L'exemple topique est celui des cautionnements qui garantissent les crédits à la consommation et les crédits immobiliers et, plus généralement, les cautionnements qui sont délivrés par une personne physique envers un créancier professionnel, puisqu'il s'agit alors de protéger la caution contre les risques inhérents à un cautionnement, en faisant en sorte que celle-ci soit informée de la portée de son engagement ».

² Respectivement relatives à l'information et à la protection des consommateurs dans le domaine de certaines opérations de crédit, aujourd'hui codifiées après diverses réformes aux articles L.311-1 et s. Ccons., et à l'information et la protection des emprunteurs dans le domaine immobilier, aujourd'hui codifiée aux articles L. 312-1 et s. Cconsom : v. D. NGUYEN THANH-BOURGEAIS, « Les contrats entre professionnels et consommateurs et la portée de l'ordre public dans les lois Scrivener », *D.* 1984. p. 91-96.

³ Relative aux situations de surendettement, modifiée par les lois n° 95-125 du 8 février 1995, aujourd'hui aux articles L.330-1 et s. Ccons.

⁴ Modifiant la loi n° 98-657 du 29 juillet 1998, en matière de cautionnements donnés par des consommateurs : art. L.341-1 et s. Ccons.

⁵ Par exemple en matière de surendettement, art. L.331-2 Ccons.

que conduire à personnaliser le service proposé au client. Les éléments relatifs à la connaissance du client par le professionnel apparaissent alors comme autant de facteurs de nature à conditionner le nombre, la valeur et la nature des produits et le type de services proposés. Plus qu'une négociation, c'est une délibération avec son client qui est imposée à l'intermédiaire, du fait de la méthode législative utilisée, ainsi que le révélera son étude dans le chapitre suivant¹.

La détermination de la protection en considération de l'objet de la décision d'investissement plutôt que de la position des parties au contrat d'intermédiation conduit ainsi à conférer à l'exigence d'information de l'investisseur dans l'ordre public financier signification différente de celle qui lui revient dans l'ordre public consommériste.

B. L'exigence d'information de l'investisseur dans l'ordre public financier

284. Les développements qui précèdent laissent penser que le fondement des règles de protection de l'investisseur par l'information se détache du droit de la consommation. Il convient alors de s'interroger sur ce qu'il faut comprendre, lorsque l'on postule en législation et en doctrine que l'investisseur est protégé par les informations qu'il reçoit du prestataire de services d'investissement. Cette information apparaît-elle nécessaire pour éclairer l'investisseur sur les conséquences patrimoniales de l'opération, où tend-elle à le protéger contre l'intermédiaire ? L'interrogation n'est pas vaine car elle détermine, par contre-coup, la manière dont le droit positif définit la notion d'investisseur pour assurer au mieux sa protection.
285. Le rapprochement entre droit financier et droit de la consommation est fondé en doctrine sur le fait que les règles de bonne conduite mises à la charge du prestataire de services d'investissement trouveraient leur fondement dans la notion d'ordre public². On se limitera à rappeler que la notion d'ordre public trouve sa source dans l'article 6 du Code civil qui l'érige, aux côtés des bonnes mœurs, en critère général de licéité des conventions et en borne à la liberté contractuelle³. Au titre des « lois qui intéressent l'ordre public », le développement de la législation économique a conduit à distinguer de l'ordre public

¹ Cf. *infra*, n° 345 et s.

² J. MÉADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, préf. Michel GERMAIN, L.G.D.J. 2007.

³ Si le texte même de l'article 6 fait référence aux lois qui intéressent l'ordre public, une jurisprudence, élargissant l'application de la notion à des dispositions non explicitement déclarées d'ordre public par le législateur, s'est développée en la matière. Ce n'est toutefois pas de cet ordre public *virtuel* ou *implicite* dont il est question : F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.* n° 375, p.391, qui rappellent également que « la jurisprudence admet qu'une convention qui ne heurte aucun texte précis peut néanmoins être contraire à l'ordre public, dès lors que son objet est en contradiction avec les principes fondamentaux de notre droit et de l'organisation sociale actuelle », ainsi que cela a été affirmé dans un arrêt célèbre, Civ. 4 décembre 1929, *Croizé c. Veaux*, *GAJ civ.*, t.I, n° 13 ; J. FLOUR, J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *Les obligations – I. L'acte juridique*, Sirey, 14^e éd., 2010 n° 278-280, p. 256-258 ; MAZEAUD (H., L., J.) et CHABAS (F.), *Leçons de droit civil*, t.II, 1^{er} vol., « Obligations - théorie générale », par F. CHABAS, 9^e éd., Montchrestien, 1998, n° 117 et s., p. 105

classique¹ ou politique² un ordre public économique³. Cette notion rend compte de l'intervention de règles destinées à « *orienter la vie contractuelle dans une direction favorable à l'utilité sociale* », ainsi qu'à protéger la partie faible « *dans les rapports contractuels mettant aux prises des parties de puissance économique inégale* »⁴. La notion d'ordre public économique présente ainsi une dimension duale, en ce qu'elle désigne deux ensembles de règles théoriquement distinctes⁵ ayant pour implication une limitation de la liberté contractuelle⁶. Là où l'ordre public de direction⁷ tend à réaliser la convergence du recours au contrat avec le bien commun, l'ordre public de protection⁸ cherche à restaurer l'équilibre contractuel au sein de différents types de relations contractuelles. Si la distinction est claire au plan théorique, la doctrine s'accorde pour estimer que sa mise en œuvre révèle des incertitudes quant aux frontières à assigner aux deux champs de l'ordre public économique⁹.

286. L'obligation d'information qui existe dans le contrat de services financiers¹⁰ aurait ainsi pour fondement « *l'ordre public financier de protection* »¹¹. Une telle affirmation doit être discutée pour deux raisons. La première, technique, tient à ce qu'elle semble conduire, du fait des obligations qui pèsent sur le prestataire, à une assimilation entre le client du prestataire et le

¹ F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 377 et s., p. 393.

² J. FLOUR, J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *op. cit.* n° 281, p. 259.

³ F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, n° 382 et s., p. 396 et s. ; J. FLOUR, J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *op. cit.* n° 292 et s., p.268 et s. Cette notion trouve son origine dans l'article de RIPERT, « L'ordre économique et la liberté contractuelle », in *Mélanges en hommage à François GÉNY*, 1934, t. II, p.347 et s., spéc., n° 2, p. 348 : « Un ordre naît de cette réglementation, qui est bien un ordre public, mais de nature différente. Il ne s'agit plus d'arrêter les conventions privées parce qu'elles porteraient atteinte à la chose publique, mais bien au contraire de les développer à la condition de les plier à l'ordre économique. (...) Il y a une nouvelle partie du droit civil qui n'est pas dans le Code : la réglementation des rapports économiques ».

⁴ F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, n° 382 et s. p. 396

⁵ J. FLOUR, J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *op. cit.* n° 293, p. 269.

⁶ L'article fondateur de RIPERT, précité semblait n'envisager l'intervention de l'ordre public économique qu'au titre de ce qui fut ensuite spécifié comme un ordre public de protection, pour mieux en souligner l'atteinte portée à la liberté contractuelle, n° 3 : « Il n'est pas de meilleur exemple que la réglementation du contrat de travail en vue de la protection du travailleur » (p. 348-349) ; « Le législateur se porte au secours des locataires, des fermiers, des commerçants, des acheteurs » (p. 349) ; « Quand le commerce est trop prospère les consommateurs crient au secours, et quand le commerce est atteint, les négociants réclament protection. La liberté n'est plus considérée que comme source de désordre. Nous réclamons tous de l'État l'ordre économique, et au maintien de cet ordre, nous sommes prêts à offrir le sacrifice de la liberté contractuelle » (n° 4, p. 350), « L'ordre économique et la liberté contractuelle ». L'auteur évoque également les répercussions d'un tel changement du rôle du législateur et ses effets néfastes sur l'égalité devant la loi : n° 7, p. 351.

⁷ F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, n° 383, p. 396-399, dont le droit de la concurrence constitue l'expression caractéristique. Cet ordre public de direction tend à subordonner la relation contractuelle à la réalisation d'un impératif supérieur d'efficacité, en considération de son impact sur l'ensemble de la société ou, plus spécialement, du marché.

⁸ Les règles qui s'y rattachent se proposent « de rétablir entre le faible et le fort un équilibre que ne réalise pas spontanément le jeu contractuel », F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, n° 384, p. 399-400.

⁹ J. FLOUR, J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *op. cit.* n° 298, p. 274 : « Que cette analyse traduit une différence réelle de fondement, c'est certain : protéger les faibles ou diriger l'économie sont des objectifs distincts. Mais dans l'application, les deux raisons d'intervenir se mêlent : si bien que des mesures objectivement identiques peuvent avoir suivant les cas, l'une ou l'autre finalité ; de même qu'une mesure unique les cumule parfois » ; voir également, F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, n° 382, p. 396.

¹⁰ J. MÉADEL, *op. cit.*, p. 179

¹¹ *Idem*, p. 147

consommateur¹, le premier étant alors envisagé comme un véritable « *consommateur de services financiers* »². La seconde raison est d'ordre conceptuel. Si le droit de la consommation apparaît être une expression emblématique d'intervention d'un ordre public de protection en droit des contrats, encore convient-il de préciser le fondement de l'intervention d'un dispositif d'ordre public propre à la matière financière, avant d'affirmer l'identité de contenu d'un tel ordre public dans ces deux domaines.

287. L'ordre public financier constitue par excellence un domaine dans lequel la distinction n'a qu'une portée limitée. La présence de l'ordre public de protection en droit des instruments financiers est en effet insuffisante à rendre compte de l'intervention de dispositions impératives en la matière. La place occupée par les exigences de protection dans l'ordre public financier n'est pas la même que dans l'ordre public consumériste³. L'inspiration

¹ *Idem*, p.179

² Expression permettant alors d'opérer une distinction entre différentes catégories d'actionnaires, F.-X. LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières – Pour une fiducie de valeurs mobilières*, préf. L. LORVELLEC, L.G.D.J. 1997, n° 293, p. 153 : « Plutôt que d'exiger une *affectio societatis* de tous les actionnaires, dans toutes les sociétés, il semble plus judicieux et conforme à la réalité économique, dont le droit doit, autant que possible offrir une image fidèle, d'isoler deux catégories d'actionnaires au sein des sociétés de capitaux : d'une part, les associés proprement dits, d'autre part, ceux qui ont depuis longtemps été identifiés comme de simples bailleurs de fonds ou plus récemment comme des consommateurs de produits financiers ». Égal., S. BONFILS, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, L.G.D.J., 2005, qui énonce que « le droit financier protège l'investisseur dans une optique consumériste. Il en fait un consommateur d'instruments financiers ou de services financiers », n° 19, p. 16. Il convient de signaler que les travaux précités, dont certaines analyses vont ici être contestées, sont antérieurs à la transposition, voire même à l'existence de la directive 2004/39/CE, et ne prennent ainsi nullement en compte la définition de la notion de client et les différentes catégories qu'elle comporte. Ainsi qu'il sera démontré dans la sous-section suivante, les notions de client et de consommateur n'occupent pas la même place dans le dispositif et font l'objet d'un régime juridique bien différent quant aux obligations d'information dont ils sont créanciers.

³ Selon la conception proposée dans un travail déjà cité, on voit poindre certaines difficultés à délimiter le champ respectif de l'ordre public de protection et de l'ordre public de direction. L'auteur évoque en effet l'obligation d'information dans les contrats de services financiers, au titre d'un ordre public financier de protection, lui-même « cadre juridique indispensable au fonctionnement équitable du marché », J. MÉADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, préf. Michel GERMAIN, L.G.D.J. 2007., p. 147. L'expression est pour le moins ambiguë. Elle renvoie en réalité tant à l'ordre public de direction qu'à l'ordre public de protection. Le caractère équitable du fonctionnement du marché renvoie à la prise en compte des intérêts de la partie faible, alors que la référence stricte au fonctionnement du marché évoque l'intérêt supérieur du marché que l'ordre public de direction a vocation à servir. Par un rapprochement avec les impératifs du droit de la concurrence, l'auteur se justifie de la référence faite à l'ordre public financier de protection, en ce qu'il serait l'expression d'une « finalité naturelle du marché », p. 147. Émanation de l'ordre public de direction, l'ordre public financier de protection n'en constituerait que le développement dans les relations juridiques impliquant un partenaire faible, la performance économique n'ayant comme justification que la réalisation du bien commun. Réciproquement, la protection de l'épargnant est elle-même au service du bon fonctionnement du marché et de la stabilité de l'économie financière : « En droit financier, (...) il relève de l'intérêt du marché de protéger l'épargnant individuel dont la faillite pourrait se répercuter à plus grande échelle. La dimension préventive et collective de l'ordre public financier rappelle celle de l'ordre public de protection en droit de la consommation », p.150. Équité et exigence de fonctionnement du marché s'unissent alors autour de l'impératif de protection de la partie faible, dont la prise en considération « n'est pas absente des grands principes impératifs du droit des marchés financiers », p. 149. L'ordre public financier est ainsi défini en fonction de sa finalité, la préservation de l'intérêt du marché, qui apparaît comme « la boussole du droit des marchés financiers », p. 14, l'auteur empruntant la métaphore à A. PIROVANO, « La boussole de la société : intérêt commun, intérêt social, intérêt de l'entreprise », *D.*1997, Chron. p. 189. L'ordre public financier recouvrirait ainsi de façon générale « le bon fonctionnement du marché, dans le respect de l'intérêt du marché », J. MÉADEL, *op. cit.*, p. 16. Quelle est donc l'utilité d'insister sur la protection, si l'on en vient à conclure que celle-ci se dissout dans la recherche de bon fonctionnement du

protectrice commune qui préside à l'édiction d'obligations d'information en faveur de l'une des parties au contrat ne dispense nullement d'une réflexion bâtie sur le fondement de la règle dans un domaine particulier. La référence à la notion d'ordre public de protection ne permet en effet qu'une observation fort générale, suite à un auteur qui, il y a plus d'un demi-siècle, constatait que « *les mesures de protection légale au profit d'un des cocontractants sont très nombreuses et très diverses. Elles interviennent afin de procurer la stabilité du contrat, de protéger une des parties contre certains aléas, de limiter ses charges ou même lui garantir un minimum de profits. Ces divers objectifs sont poursuivis par des moyens variant d'après la nature de chaque contrat* »¹. Ainsi, le constat générique d'une ressemblance ne saurait conduire à une nécessaire assimilation. Les objectifs et moyens présidant à l'édiction d'un contenu légal propre à certains contrats ne sont pas substituables les uns aux autres et le souci de mettre en opposition différents droits spéciaux face au droit commun ne doit pas conduire à méconnaître les traits distinctifs de chaque droit spécial à l'égard des autres. En effet, il apparaît qu'une telle lecture assimile la fonction qu'occupe l'obligation d'information dans les deux corps de règles avec les finalités attribuées à un lourd formalisme informatif².

288. À la différence du droit de la consommation, l'information constitue dans l'ordre public financier une condition d'exposition de l'investisseur à un risque d'investissement. Il résulte de ce qui a été observé au sujet de la place de l'objet de l'activité dans la définition des prestations de services d'investissement que la référence générique à l'ordre public de protection ne suffit pas à rendre compte de l'importance de leur fonction d'intermédiation. L'obligation d'information concourt à décrire le risque d'investissement attaché aux prestations réalisées par les intermédiaires. Ainsi que cela résulte du considérant 31 de la directive MIF, l'obligation d'information, comme mesure de protection, prend une dimension de mise en cohérence concrète des compétences respectives des parties avec l'objet de prestation sur lequel un accord sera trouvé. Selon ce considérant, « *[l]'un des objectifs de la présente directive est de protéger les investisseurs. Les mesures destinées à protéger les investisseurs doivent être adaptées aux particularités de chaque catégorie d'investisseur (clients de détail, professionnels et contreparties)* ». Une telle recherche d'adaptation du

marché ? N'est-ce pas, en réalité, admettre la non pertinence de la distinction entre ordre public de protection et de direction en matière financière ?

¹ E.-H. PERREAU, « Une évolution vers un Statut légal des Contrats », in *Recueil d'études sur les sources du droit en l'honneur de François GÉNY : Les sources générales des systèmes juridiques actuels*, Sirey, 1934, t. II, p. 356.

² Un passage tiré d'un ouvrage classique permet de préciser l'approche retenue. Une doctrine éminente expose en effet que « La diversité des sanctions attachées à la violation des règles de forme montre la pluralité de leurs finalités. Beaucoup, maintenant – et pas seulement dans le domaine de la protection du consommateur – ressortissent à ce que certains appellent l'ordre public de protection », MAZEAUD (H., L., J.) et CHABAS (F.), *Leçons de droit civil*, t. II, 1^{er} vol., « Obligations - théorie générale », par F. CHABAS, 9^e éd., Montchrestien, 1998, n° 69, p. 65. Cet extrait indique qu'à la multiplication des exigences de forme dans différents domaines ne correspond pas nécessairement une finalité unique. La rédaction en indique que la référence à la notion d'ordre public de protection est certainement insuffisante à rendre compte du phénomène dans sa variété.

champ de la protection est parfaitement étrangère au droit de la consommation, qui ne distingue nullement plusieurs « catégories » de consommateurs¹.

289. La présentation des obligations d'information, par référence à l'ordre public de protection, ne doit pas conduire à cantonner l'analyse théorique aux finalités du dispositif, sans prise en compte des particularités du cadre juridique dans lequel les obligations d'informations s'insèrent. Il faut en effet établir la manière dont elles opèrent. On ne saurait affirmer que l'investisseur est réellement protégé par l'intermédiaire, dont le rôle dans le dispositif consiste justement à informer l'investisseur du risque qu'il prend. L'instrument utilisé – l'information – ne confère aucune protection substantielle contre la réalisation du risque économique associé aux décisions d'investissement en instruments financiers². La dimension protectrice prêtée au droit financier dans le traitement de l'investisseur repose de manière prépondérante sur l'accès à l'information. La logique protectrice est satisfaite par l'établissement d'un accès à l'information jugée indispensable au fonctionnement du marché et de l'économie financière. C'est par un accès généralisé à la connaissance du risque d'investissement que l'ordre juridique entend établir les conditions favorables au développement des activités financières, l'information étant, à défaut de plus, l'instrument intellectuel permettant de maîtriser et d'évaluer les probabilités de réalisation des risques associés aux opérations financières. Lorsqu'elles tendent à déterminer le risque inhérent aux instruments financiers, « *c'est à l'encontre des risques de marché qu'est organisée la protection de l'investisseur ; le recours aux professionnels, qui se traduit par l'obligation légale d'intermédiation, est considéré comme le meilleur gage de protection des droits des investisseurs* »³. Ainsi, le dispositif des règles de bonne conduite applicables aux prestataires de services d'investissement exprime l'association de considérations protectrices et dirigistes, sans que la ligne de démarcation puisse être clairement établie. Les prestataires occupent, en raison de leur activité d'intermédiation, une fonction de marché dont ils assurent le bon fonctionnement, en favorisant des prises de décision opportunes par leur client, sur la base de l'information qu'ils délivrent. La connaissance du risque d'investissement assurée par les règles de conduite applicables aux prestataires de services d'investissement est au service du bon fonctionnement du marché. Les contrats d'intermédiation financière reposent ainsi par excellence sur un ordre public « *composite* »⁴ ou « *semi-public* »⁵, sous-tendu par une

¹ Cf. *infra* n° 304 et s., sur l'indifférence à la compétence du consommateur.

² Ce n'est pas à dire que le droit des instruments financiers se limite à informer l'investisseur afin de le protéger. Lorsque le risque associé à l'opération est trop important, le droit financier peut aller jusqu'à priver l'investisseur de sa liberté de choix.

³ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 453, p. 653-654.

⁴ La doctrine a parfois fait référence à la notion d'ordre public composite : S. BEAUGENDRE, « L'ordre public dans les rapports locatifs », *D.* 2000. p. 733, n° 10 et s. ; D. BUREAU, « L'extension conventionnelle d'un statut impératif – Contribution du droit international privé à la théorie du contrat », in *Mélanges en l'honneur de Philippe MALAURIE*, Defrénois, 2005, p. 142, n° 27.

⁵ Un auteur définit ainsi la notion d'« ordre semi-public, c'est-à-dire d'une sorte d'ordre mixte qui peut être public d'un des côtés de la relation contractuelle et privé de l'autre », F. TERRÉ, « Le contrat à la fin du XXe siècle », *Rev. Sc. mor. pol.* 1995, p. 307.

pluralité de principes¹ ayant vocation à régir de manière concurrente les différents domaines du droit des instruments financiers auxquels ils ont vocation à s'appliquer². L'ordre public financier s'exprime autant par l'exigence de protection du client que par celle d'une correcte détermination des obligations qui pèsent sur l'intermédiaire pour lui permettre d'accomplir au mieux la fonction qui lui est assignée dans le processus de distribution des instruments financiers.

290. Pareil fondement de l'exigence de protection implique la détermination préalable de ce qu'est un investisseur, compte tenu de son besoin de protection juridique. Un certain nombre de règles énoncées par les instances normatives auront donc une dimension essentiellement subjective et relationnelle, fondée sur la prise en compte de ce contractant particulier qu'est l'investisseur. Par irradiation, ce sont ses difficultés d'accès à l'information qui justifie qu'il reçoive une information de son intermédiaire. Tel est précisément le constat opéré par les instances normatives en des termes identiques aux considérant 31 de la directive MIF précité, comme au considérant 16 de la directive Prospectus³. Le fondement de la protection conférée par l'information a donc nécessairement des répercussions sur la détermination du statut juridique de l'investisseur lui-même.
291. **Synthèse** - Alors que le droit de la consommation recourt à l'information comme mécanisme de correction d'une inégalité entre les parties, qui procède de l'importance économique supposée du professionnel, le droit des instruments financiers constate le défaut d'information de l'investisseur face au risque financier. Le droit de la consommation protège une partie par rapport à l'autre alors que le droit financier protège une partie compte tenu de sa participation à une activité risquée. Le droit des prestations de services d'investissement consiste à assurer que les intermédiaires comblent un défaut d'information de l'investisseur, et non qu'ils corrigent une véritable asymétrie. Ce n'est pas le déséquilibre qui est combattu mais c'est à l'ignorance que l'on remédie. Les intermédiaires sont là pour être des sachants et il est consubstantiel au monopole dont ils jouissent de rendre leur savoir accessible à ceux sur qui doit peser, en définitive le risque d'investissement.

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, 2010, n° 27, p. 26, qui après avoir distingué sécurité, transparence, intégrité, égalité, équité pour conclure de leur présentation que ces principes « ont tous la même finalité – la protection des investisseurs et du système financier – ce qui explique leur enchevêtrement ». Sur la notion de principe directeur en droit financier, cf. *supra*, n° 53.

² Dans le même sens et de façon plus générale, sous l'angle des objectifs du droit communautaire, B. SOUSI, « L'adaptation du droit bancaire et financier européen aux nouvelles technologies », in *Le droit des affaires du XXI^e siècle*, n° spéc. *RJ com.* 2001, p. 86 : « Qu'on ne s'y trompe pas : la sauvegarde des intérêts économiques des consommateurs n'est pas une fin en soi dans le système bancaire et financier européen. Malgré l'apparence des textes, malgré des discours prononcés de bonne foi, le véritable objectif en ce domaine reste toujours le bon fonctionnement du marché intérieur et donc la mise en œuvre effective des libertés d'établissement et de prestation de services ».

³ « L'un des objectifs de la présente directive est de protéger les investisseurs. Il convient donc de différencier les besoins de protection des diverses catégories d'investisseurs, notamment en fonction de leur niveau de compétence. Il n'est ainsi pas nécessaire de publier un prospectus en cas d'offre limitée aux investisseurs qualifiés ».

Les obligations d'information qui pèsent sur les prestataires de services d'investissement au titre de leurs règles de conduite composent un droit professionnel¹ de source légale, au sein duquel elles ont pour fonction caractéristique la détermination et la connaissance du risque dont est porteur l'instrument financier. C'est à partir d'un tel fondement de l'ordre public en la matière que l'on pourra utilement analyser la définition du client dans le dispositif normatif.

SECTION II : L'insuffisance de l'analyse consumériste : la distinction entre clients professionnels et de détail

292. La reconnaissance législative et réglementaire de l'existence de plusieurs catégories d'investisseurs en fonction de leur aptitude à apprécier le risque d'investissement pourrait laisser penser à une identité de fondement de la protection conférée par l'obligation d'information en droit financier et en droit de la consommation. La protection y apparaît en effet fonction de l'aptitude du client à mesurer la portée du risque qu'il prend. Elle intervient, en somme, là où elle est nécessaire. Il n'en est rien, car la protection ne résulte pas de la seule prise en compte du déséquilibre entre le client et le prestataire. En outre, le client n'est pas défini selon les mêmes critères que le consommateur et l'étendue de la protection dont il bénéficie peut être amenée à évoluer à son initiative.
293. C'est du célèbre arrêt *Buon*² dont il faut partir pour situer les origines d'une distinction entre investisseurs au plan de la détermination des obligations des prestataires de services d'investissement. Dans son attendu de principe, cet arrêt énonçait que « *quelles que soient les relations contractuelles entre le client et sa banque, celle-ci a le devoir de l'informer, à l'origine des relations contractuelles, des risques encourus dans les opérations spéculatives des marchés à termes, hors les cas où il en a connaissance* ». Outre qu'il limitait le champ d'application de sa solution aux opérations spéculatives sur les marchés à terme³, cet arrêt limitait l'obligation d'information due au client par une banque, au cas où le client n'en avait pas connaissance. La démarche est alors tout à fait classique. Point n'est besoin en effet de faire supporter une obligation d'information à un débiteur lorsque l'hypothétique créancier dispose déjà de l'information en cause. Rigoureuse au plan logique, cette délimitation du champ de l'obligation d'information se fondait sur les connaissances dont dispose le créancier

¹ G. RIPERT, « Ébauche d'un droit civil professionnel », in G. RIPERT, « Ébauche d'un droit civil professionnel », in *Études de droit civil à la mémoire de Henri CAPITANT*, 1939, Librairie Edouard Duchemin, 1977, p. 677 ; A. TUNC, « Ébauche du droit des contrats professionnels », *Le droit privé français au milieu du XXe siècle – Études offertes à Georges RIPERT*, t. 1, L.G.D.J., 1950, p. 136-158 ; J. SAVATIER, « Contribution à une étude juridique de la profession », in *Études de Droit Commercial offertes à Joseph HAMEL*, Dalloz, 1961, p. 3-17.

² Com. 5 nov. 1991, *Bull. civ. IV*, n° 327, p.227 ; *RJDA*, 1/92, n°68 ; *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 292, note F. PELTIER.

³ Cf. *infra* n° 351.

et exprimait ce qu'un auteur a désigné comme « *l'élément psychologique chez le créancier de l'obligation d'information* »¹, défini comme l'ignorance légitime dans laquelle il se trouve de l'information dont il doit bénéficier de la part du débiteur. C'est cette ignorance légitime dans laquelle se trouve le créancier qui permet de mesurer l'inégalité qui existe entre les cocontractants et fonde l'obligation d'information².

294. Appliquée au risque que comporte l'opération ou le service d'investissement proposés, cette exigence conduit ainsi à vérifier que l'investisseur n'en a légitimement pas connaissance³. C'est donc au sujet de la délicate question de la détermination des cas dans lesquels la connaissance est suffisante à écarter le besoin d'information que s'est forgée la notion d'investisseur averti, dont le régime s'est dessiné dans la jurisprudence ultérieure. La reconnaissance jurisprudentielle de la distinction entre investisseurs avertis et profanes tend donc classiquement à n'imposer une obligation d'information sur les risques de l'opération que là où elle permet de remédier de manière effective à une asymétrie d'information. Si le risque d'investissement est connu, l'obligation d'information mise à la charge de l'intermédiaire perd alors toute utilité. Cette considération plus logique que juridique a fondé l'introduction en jurisprudence de la notion d'investisseur averti. Ce faisant, la Chambre commerciale « *ouvrait ainsi une brèche dans le principe d'égalité des investisseurs en créant une distinction entre les investisseurs avertis et les investisseurs profanes bénéficiant d'une protection spéciale* »⁴.
295. Il est alors apparu nécessaire, plutôt que de mettre en place une enquête tellement spécifique et propre à chaque client qu'elle impliquerait des pouvoirs divinatoires pour l'intermédiaire, de fonder objectivement le champ de son obligation d'information, sur la base d'éléments tout aussi objectifs d'appréciation du niveau de connaissance du risque par le client. C'est la raison pour laquelle un pont a été établi entre la connaissance supposée du risque par le client, d'une part, et sa compétence et son expérience, d'autre part⁵. C'est en réponse aux difficultés

¹ M. FABRE-MAGNAN, *De l'obligation d'information dans les contrats – Essai d'une théorie*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 1992, p. 197, n° 252 et s.

² *Idem*, p. 197, n° 240.

³ V. M. FABRE-MAGNAN, *op. cit.*, qui conduit l'analyse de l'élément moral de l'obligation d'information en distinguant l'élément psychologique, apprécié doublement du point de vue du débiteur et du créancier de l'obligation, de l'élément intentionnel, apprécié en cas d'inexécution par le débiteur de son obligation : n° 237 et s., p. 186 et s. Spécialement, sur l'ignorance légitime du créancier, n° 253, p. 197.

⁴ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 342, n° 381. Un arrêt ancien s'était toutefois déjà fondé sur la qualité de « capitaliste important » et « de spéculateur averti » pour exclure la responsabilité d'un agent de change, en retenant que « ce client avait un intérêt évident à se renseigner en lisant la cote du marché en banque sur laquelle sont figurées les conditions dans lesquelles les droits de souscription [d'actions à une société étrangère] pouvaient être négociés », CA Bordeaux, 1^{ère} ch., 9 juill. 1930, *Rec. Bordeaux*, 1930, p. 42. Une lecture *a contrario* de cet arrêt laissait envisager que pesait sur l'agent de change une obligation d'avertir son client des conditions dans lesquelles intervenait l'opération, étant « la plupart du temps mieux à même de les connaître qu'un client peu versé dans les affaires de bourse », *RTD civ.* 1930, p. 1074-1075, n° 25, obs. R. DEMOGUE.

⁵ *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 292, note F. PELTIER : « Ainsi, l'étendue de l'obligation d'information dépend de la compétence et de l'expérience du client donneur d'ordre ».

de délimitation *in concreto* de l'obligation d'information sur les risques qu'il a été retenu de prendre comme méthode de détermination objective de la connaissance du risque l'expérience et la compétence du client en matière financière, sans que cela résulte directement de l'arrêt *Buon*. L'arrêt *Buon* se contente de justifier, de manière aussi rigoureusement logique qu'imprécise au plan juridique, le besoin d'information par le besoin de connaissance. Avec l'ordonnance du 12 avril 2007, l'approche adoptée privilégie la détermination a priori des obligations dues au client en fonction de sa qualité de professionnel¹. La délimitation subjective de l'obligation collective d'information lorsqu'une offre au public ne s'adresse qu'à des investisseurs qualifiés, agissant pour compte propre, repose ainsi sur la même logique que celle ici évoquée en relation à l'information individuelle exigée des intermédiaires. L'identité des préoccupations de politique juridique explique ainsi l'alignement de la notion d'investisseur qualifié sur celle de client professionnel et de contrepartie éligible dans le titre précédent².

Ainsi, la place qu'occupe l'investisseur est une spécificité du droit des instruments financiers qui sera révélée par l'étude successive de la notion de client (§1) et de son régime (§2). L'existence de ce dispositif légal consacre l'obligation dégagée par la jurisprudence, en conduisant toutefois à abandonner la distinction entre investisseur averti et investisseur profane sur laquelle elle reposait (§3).

§1. La notion de client

296. Au-delà de la nécessité de distinguer investisseur et consommateur, selon le constat convenu de la fonction économique différente des actes de consommation et d'investissement³, la

¹ « Ainsi, si le principe selon lequel le degré de protection du client varie selon son degré de connaissance des marchés financiers demeure (...), son application est beaucoup plus rigoureuse. Le prestataire ne pourra plus en effet se retrancher derrière une appréciation subjective de la compétence de ses clients, il est désormais tenu de respecter à la fois la procédure et les critères énoncés par les textes, pour pouvoir se soustraire à ses obligations », A.-C. MULLER, « Modification de Règlement général AMF », *RDBF*, mai-juin 2007, comm. 129, p. 37. La pérennité de la construction jurisprudentielle fondant la distinction entre investisseur averti et investisseur profane fera l'objet d'un examen dans le chapitre second du présent titre.

² Cf. *infra*, n° 243 et s.

³ Qui n'est toutefois pas dénuée de portée, en dépit de l'affirmation contraire d'un auteur, qui énonce, postulant l'existence d'un contenu précis à la notion de contrat de consommation qu'elle « n'exclut pas, par principe, les contrats d'intermédiation financière », S. BONFILS, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, L.G.D.J. 2005, n° 23, p. 18. Il prend pour argument que « les économistes eux-mêmes analysent l'épargne et la consommation sous le même angle puisque, dans l'un et l'autre cas, on est en présence de flux », n° 23, p. 17. Il est toutefois artificiel de prétendre que les fonctions économiques de l'épargne et de la consommation sont sans incidence sur leur traitement juridique. Lorsqu'elle se réalise sur des instruments financiers, la décision d'investissement porte sur un bien qui n'est pas assimilable à un autre. L'utilité économique des instruments financiers en fonde la spécificité autant que l'exercice des droits dont ils font l'objet et les modalités de leur transfert de propriété. Le bien, au plan juridique, est le reflet de sa fonction économique. La catégorie juridique du consommateur trouve ses racines dans la catégorie économique plus vaste qui identifie celui-ci à l'un des acteurs de la chaîne du marketing par laquelle le produit réalisé par le fabricant, transmis et distribué au marché par son distributeur, parvient finalement à son utilisateur final : le consommateur. C'est ce dernier qui clôt la

notion même de client présente des différences essentielles à l'égard de celle de consommateur. À l'homogénéité de la notion de consommateur, définie par opposition à celle de professionnel, s'oppose l'hétérogénéité de la notion de client (A), qui n'est pas sans répercussion sur le statut qui en découle (B).

A. La distinction du client et du consommateur

297. La définition donnée du client en droit positif n'est nullement analogue à celle de consommateur. Le premier apparaît en effet défini de manière générique comme créancier de la prestation caractéristique, lorsqu'il entre en relation avec le prestataire de services d'investissement, et nullement en fonction de la finalité dans laquelle il contracte (1). En outre, à la différence du consommateur, le champ d'application du dispositif de protection dont il bénéficie varie avec la compétence qu'on lui prête dans le domaine des services d'investissement et des services financiers (2).

1. Le client

298. En toute rigueur, si l'on doit envisager l'investisseur comme le partenaire faible du prestataire de services d'investissement, encore faut-il préciser de quel investisseur il s'agit. Si le terme générique d'épargnant évoque un investisseur profane, il n'y est nullement fait référence dans le dispositif qui énonce les règles de bonne conduite applicables au prestataire. L'investisseur est juridiquement défini comme un client dans ses relations avec les prestataires de services d'investissement et par référence à la notion d'investisseur à l'égard des émetteurs.

299. Or, le client, sans autre spécification, n'est nullement assimilable au consommateur¹. En effet, est un client toute personne physique ou morale à qui une entreprise d'investissement fournit

chaîne de la distribution économique en n'accomplissant sur le bien aucune autre opération que celle de la satisfaction d'un besoin matériel. Dans une telle perspective où « la consommation forme le dernier stade du processus économique », (J. CALAIS-AULOY et H. TEMPLE, *Droit de la consommation*, Dalloz, 8^e éd., 2010, n° 6, p. 7), l'activité d'investissement lui apparaît bien étrangère sinon totalement opposée. Si le consommateur acquiert et se sert d'une richesse créée par d'autres agents économiques, l'investisseur favorise, lui, l'emploi et la création de richesses lorsqu'il verse une somme pour acquérir ou souscrire des instruments financiers. En donnant un support juridique au risque financier, il permet la poursuite et le développement d'activités de transformation et de création de richesses. La décision d'investissement se situe d'une certaine manière tout à fait en dehors du processus économique de création, de distribution et de consommation de biens et services. Ses conséquences se situent, elles, bien en amont de la création de la richesse. Elles en sont plutôt les prémices que l'aboutissement.

¹ Il est ainsi désormais inexact de définir le client comme un consommateur de services financiers, ainsi que cela pouvait être envisagé à titre de raccourci antérieurement à la transposition de la directive 2004/39/CE. J. MÉADEL, *op. cit.*, p. 179 : « Le partenaire faible du droit financier n'est pas seulement l'épargnant protégé par

des services d'investissement ou des services financiers auxiliaires, au sens de l'article 4, paragraphe 1,10) de la directive 2004/39/CE¹. Dans le dispositif communautaire, la notion de client a ainsi pour unique portée de définir la partie créancière de la prestation caractéristique dans les contrats conclus avec une entreprise d'investissement. Il n'est pas rigoureux de réduire la position du client à celle de partie faible. Le client n'est fondamentalement que le créancier de la prestation caractéristique du contrat portant sur un service d'investissement. Cette définition du client ne paraît pas intrinsèquement problématique, au point que ni le Code monétaire et financier, ni le règlement général AMF n'en donnent une définition générique.

300. Il n'en va pas de même de la notion de consommateur, dont les définitions restent sources de discussions nombreuses². La définition du partenaire faible du professionnel, en droit de la consommation³, n'est en effet nullement construite par association ou par référence à un type de prestations ou de contrat en particulier. En dépit des problèmes que chacune des définitions en concours suscitent, elles ont en commun d'être toujours élaborées par référence à la finalité poursuivie par le consommateur.

301. On s'en convaincra en évoquant brièvement le droit interne et le droit communautaire au sujet de la définition à donner du consommateur, qui constitue la question récurrente la plus significative en droit de la consommation. Dans le domaine des clauses abusives tout d'abord, l'article 132-1, alinéa premier du Code de la consommation, délimite le champ d'application du dispositif aux contrats conclus entre professionnels et non professionnels, lorsqu'existent des clauses ayant pour objet ou pour effet de créer un déséquilibre significatif entre les droits et obligations des parties au contrat, au détriment du « *non-professionnel ou du consommateur* ». Dans cette disposition, sont ainsi utilisés de manière concurrente les termes de consommateur et de non professionnel pour circonscrire le champ d'application du dispositif. Cette définition modifie celle donnée par la directive 93/13/CEE du Conseil du 5 avril 1993, concernant les clauses abusives dans les contrats conclus avec les consommateurs qui énonce, à son article 2, b), qu'est consommateur toute personne physique qui, dans les contrats relevant de la présente directive, agit à des fins qui n'entrent pas dans le cadre de son activité professionnelle. Cette définition est reprise et précisée par la directive du Parlement européen et du Conseil, relative aux droits des consommateurs en date du 25 octobre 2011, dont l'article 2, 1) dispose que le consommateur est « *toute personne physique qui, dans les*

l'obligation d'information due par l'émetteur lors de l'offre au public de valeurs mobilières, il est aussi le client dans sa relation avec l'entreprise d'investissement, ou encore « le consommateur de services financiers ».

¹ Définition reprise à l'article 4, paragraphe 1, 8) de la *Proposition de directive* COM(2011) 656, du 20.10.2011, préc.

² Un auteur va même jusqu'à affirmer que « L'une des difficultés actuelles du droit de la consommation tient à ce qu'il est actuellement impossible de définir ce qu'est un consommateur », S. PIEDELIÈVRE, *Droit de la consommation*, Economica, 2008, n° 20, p. 13.

³ J. CALAIS-AULOY et H. TEMPLE, *Droit de la consommation*, Dalloz, 8^e éd., 2010, n° 6 et s., p. 7 ; S. PIEDELIÈVRE, *op. cit.*, n° 20 et s.

contrats relevant de la présente directive, agit à des fins qui n'entrent pas dans le cadre de son activité commerciale, industrielle, artisanale ou libérale ». Le principal facteur d'incertitude, dans la détermination du champ d'application de la définition, tient au fait de savoir si une personne morale peut être considérée comme agissant en qualité de non-professionnel¹, ce qu'a admis la jurisprudence française² et exclu sans surprise la jurisprudence communautaire³, compte tenu de la plus grande précision du texte communautaire à cet égard, qui ne vise que les personnes physiques. On peut donc observer que la notion de client vise les personnes physiques et morales, tant en droit communautaire qu'en droit français, alors qu'une divergence existe sur ce point entre le droit français et le texte communautaire, au sujet de la notion de non-professionnel, propre au droit interne. La logique d'harmonisation maximale des concepts en la matière, retenue par la récente directive relative aux droits des consommateurs⁴, devrait mettre fin, lorsqu'elle sera transposée en droit français, à l'extension de la qualité de consommateur aux personnes morales opérée par la jurisprudence interne. Cette différence d'importance entre les notions de client et de consommateur n'est toutefois pas déterminante dans le cadre de notre démonstration.

Il convient en revanche de souligner que, quelle que soit la définition donnée, le consommateur conclut un contrat qui ne relève pas de son activité professionnelle⁵, notion que vient préciser la proposition de directive, en faisant référence à une activité commerciale, industrielle, artisanale ou libérale. La notion de non-professionnel du droit interne, en relation au contrat comportant d'éventuelles clauses abusives, ne dit pas autre chose.

302. Or, la notion de client ne se forge nullement par référence à l'absence de lien entre le contrat de prestation de services d'investissement et l'activité professionnelle du client lui-même. Un impératif de prise en compte des différences de situation entre investisseurs est exprimé au considérant 31 de la directive MIF déjà cité, dont la deuxième phrase énonce que « *les mesures destinées à protéger les investisseurs doivent être adaptées aux particularités de*

¹ S. PIEDELIÈVRE, *Droit de la consommation*, Economica, 2008, n° 22, p. 15 ; J. CALAIS-AULOY et H. TEMPLE, *op. cit.*, n° 15-1, p. 15. Récemment, K. DE LA ASUNCION-PLANES, « La personne morale peut-elle être protégée par le droit de la consommation ? », *LPA*, 3 mars 2010, p.3.

² Civ.1^{ère}, 15 mars 2005, *Bull. civ.* I, n° 135 ; *D.* 2005, p. 887, obs. C. RONDEY ; *JCP E* 2005, 855, note BAKOUCHE ; *JCP G* 2005, II, 10114, note G. PAISANT ; *RTD civ.* 2005, p. 393, obs. J. MESTRE et B. FAGES ; *Deffrénois*, 2005, p. 2009, note E. SAVAUX ; *RDC*, 2005, p. 740, obs. D. FENOUILLET. Il existe toutefois des cas dans lesquels le législateur national limite l'application des règles protectrices du consommateur aux seules personnes physiques. Ainsi en va-t-il dans le domaine déjà évoqué du démarchage (article L.121-21 al.1^{er} Ccons.), mais aussi dans celui du traitement des situations de surendettement (articles L.330-1 et s. Ccons.).

³ CJCE, 22 novembre 2001, *D.* 2001, p. 90 ; *JCP G* 2002, II, 10047, note G. PAISANT ; *LPA*, 22 mai 2002, p. 16, note C. NOURISSAT ; *D.* 2002, p. 2929, obs. J.-P. PIZZIO ; *RTD civ.* 2002, p. 291, obs. J. MESTRE et B. FAGES ; *CCC*, 2002, n° 18, obs. G. RAYMOND.

⁴ Considérant 7 : « Consommateurs et professionnels devraient ainsi pouvoir s'appuyer sur un cadre réglementaire unique, fondé sur des concepts juridiques clairement définis régissant certains aspects des contrats entre les entreprises et les consommateurs au sein de l'Union. Cette harmonisation devrait avoir pour effet d'éliminer les barrières créées par la fragmentation de la réglementation et d'achever le marché intérieur dans ce domaine. L'unique moyen d'éliminer ces barrières est d'établir des règles uniformes au niveau de l'Union ».

⁵ « Le consommateur au final doit être une personne physique qui agit à des fins purement domestiques », S. PIEDELIÈVRE, *Droit de la consommation*, Economica, 2008, n° 26, p. 18.

chaque catégorie d'investisseurs (clients de détails, professionnels et contreparties)¹ ». Il faut donc distinguer diverses catégories de clients, selon les indications données en Annexe II à la directive MIF du 21 avril 2004². L'ancien dispositif, hérité de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, se bornait à prescrire au prestataire une simple prise en compte de la compétence professionnelle du client en matière de services d'investissement dans l'application des règles de conduite³. Une telle référence générique ne constituait ainsi qu'un marqueur faiblement contraignant dans l'appréciation de la bonne exécution de leurs règles de conduite par les professionnels. Il s'agissait bel et bien alors d'une règle de conduite non encore élevée au rang de véritable norme juridique. C'est désormais l'article L.533-16 du Code monétaire et financier⁴ qui consacre la distinction entre clients professionnels et non professionnels⁵, renvoyant au règlement général de l'Autorité des marchés financiers le soin de préciser les conditions d'application des obligations d'information énoncées aux articles L.533-11 à L.533-15, selon la catégorie dont relève chaque investisseur.

303. Le texte interne reprend à l'identique la définition donnée de la notion de client professionnel, telle qu'elle figure en Annexe à la directive MIF. L'article L.533-16, al.2 du Code monétaire et financier dispose en effet qu'« *un client professionnel est un client qui possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus* ». C'est à une définition purement négative du client non professionnel que l'on doit procéder. Les instances normatives, communautaires comme nationales, sont restées muettes sur ce point, consacrant

¹ La directive 2004/39/CE définit les notions de « client professionnel » et de « client de détail » aux 11) et 12) de l'article 4, paragraphe 1, définitions reprises à l'identique aux 9) et 10) de l'article 4, paragraphe 1 de la Proposition de directive COM(2011) 656, dont l'annexe II conserve la même liste de clients professionnels de droit ou sur option et les mêmes critères et procédures de changement de catégorie. Le seul ajout résulte de la possibilité reconnue aux États d'« adopter des critères spécifiques pour l'évaluation de la compétence et des connaissances des municipalités et des pouvoirs publics locaux qui demandent à être traités comme des clients professionnels », critères qui peuvent alors remplacer les critères retenus en général pour bénéficier de la qualité de client professionnel sur option. À cette modification près, on ne se référera qu'au dispositif issu de la directive MIF, qui reste inchangé, dans la proposition de réforme, à l'exception des numérotations.

² Il est revenu à la directive 2006/73/CE du 10 août 2006, portant mesure d'exécution de la directive 2004/39/CE, en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive, de préciser les règles d'information des clients et clients potentiels (section 2 du Chapitre III), et en particulier celles concernant la catégorisation des clients (article 28).

³ Article 58, *in fine*, ensuite codifié à l'ancien article L.533-4, al.5 COMOFI.

⁴ Dans sa rédaction issue de l'Ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007, JORF du 1^{er} nov.2007.

⁵ Annexe II de la directive MIF n°2004/39/CE du 21 avril 2004. Une très étroite parenté peut être observée entre les énumérations des personnes qui peuvent accéder au statut d'investisseur qualifié et celles des clients professionnels. Prenant acte de la similitude entre les personnes se voyant reconnue la qualité de clients professionnels et d'investisseurs qualifiés, des auteurs ont cependant affirmé, à juste titre, que « les dérogations dont bénéficient les investisseurs qualifiés sont donc très spécifiques et elles ne se réfèrent pas directement aux services d'investissement. Elles constituent néanmoins un antécédent quant à la segmentation des investisseurs et donc des marchés », J. STOUFFLET et S. DUROX, « Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement », in *Mélanges AEDBF – V.*, Revue Banque édition, 2008, p. 429. Ainsi qu'on l'a souligné, la logique commune aux deux dispositifs a conduit les instances européennes à les aligner dans la directive 2010/73/UE.

ainsi l'idée selon laquelle il n'est pas de définition autre que négative de l'investisseur profane, comme investisseur « "de droit commun", soumis à l'ensemble des dispositions du droit financier, et bénéficiant de la protection instaurée progressivement par le renforcement des obligations d'information mises à la charge des prestataires ou des émetteurs et l'avènement d'un certain formalisme »¹.

Cette présentation du droit positif met ainsi en lumière l'impossibilité de définir de manière générale le client par le lien qu'entretient le service d'investissement qui lui est proposé avec son activité professionnelle comme c'est le cas pour le consommateur.

2. La compétence comme fondement de la distinction entre client professionnel et de détail

304. Le rapprochement entre le droit de la consommation et le droit financier pourrait sembler d'autant plus s'imposer que la catégorie dont relèvent les clients conditionne l'application des obligations d'information qui leur sont dues en droit financier, au même titre que la qualité de consommateur détermine l'application du droit de la consommation. Un tel raisonnement par analogie ne serait pas seulement simpliste. Il serait inexact. La prise en compte de la qualité des parties par le droit financier et le droit de la consommation répond à des logiques bien différentes. Si, ainsi que nous l'avons vu précédemment, il ne paraît pas raisonnable de nier la volonté déclarée des instances communautaire et nationale de faire varier le champ de la protection des investisseurs, compte tenu de leurs qualités dans leurs rapports avec les prestataires de services d'investissement², le caractère prépondérant d'un tel souci de protection des investisseurs, à raison de leur faiblesse, est loin d'être évident.
305. Le client peut être qualifié comme professionnel, non en raison du but qu'il poursuit, mais du fait de l'expérience, des connaissances et de la compétence qui sont les siennes pour prendre des décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus³. À cet égard, la définition précitée du consommateur dans la directive du Parlement européen et du Conseil, relative aux droits des consommateurs du 25 octobre 2011, confirme la différence profonde d'orientation du dispositif consumériste⁴. Favorable ou non à la délimitation du champ d'application du droit de la consommation, d'un point de vue uniquement subjectif, la doctrine s'est accordée sur le fait que « la notion de consommateur doit être reliée à la finalité du droit de la consommation, c'est-à-dire à la protection de celui qui, dans l'exercice

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, 2^e éd., Economica, 2005, n° 472, p. 431.

² Considérant 31 précité de la directive 2004/39/CE.

³ Annexe II de la directive 2004/39/CE et article L.533-16, al.2 COMOFI. La liste des clients professionnels est donnée en droit français à l'article D533-11 du Code monétaire et financier.

⁴ Article 2, 1) : « toute personne physique qui, dans les contrats relevant de la présente directive, agit à des fins qui n'entrent pas dans le cadre de son activité commerciale, industrielle, artisanale ou libérale ».

d'une fonction économique, se trouve en position d'infériorité par rapport aux professionnels »¹. La finalité non professionnelle que poursuit le consommateur le met dans une position d'infériorité structurelle, liée à la place qu'il occupe dans le processus économique.

306. La présence du consommateur, quelles que soient les difficultés de définition qu'elle pose, implique l'activation nécessaire du dispositif légal et réglementaire de protection qui s'impose au professionnel. La notion de client n'est en revanche nullement monolithique et entraîne une variation du champ de la protection, fondée sur la prise en compte de la compétence. Là où le droit financier prend en compte des éléments objectifs permettant d'apprécier la compétence du client pour déterminer l'étendue de la protection dont il bénéficie, le droit de la consommation procède de manière essentiellement subjective, définissant le consommateur comme « *celui qui, en contractant, veut obtenir un bien ou un service en vue de satisfaire un besoin personnel ou familial, non professionnel* »².
307. Il serait toutefois hâtif de conclure pour autant que la notion de consommateur est d'appréhension aisée. La jurisprudence a parfois étendu le dispositif de protection des consommateurs à des professionnels sur le fondement du critère de l'absence de rapport direct du contrat avec l'activité professionnelle de l'intéressé³. Il en a été de même avec la prise en compte des besoins de l'activité professionnelle ou commerciale, auxquels répond le contrat conclu⁴. Les différents critères posés ne tendent alors qu'à déterminer de manière objective le besoin de protection à partir de la finalité poursuivie par la partie supposée faible.
308. Il en va bien autrement lorsqu'il s'agit de faire varier le champ de protection en fonction de la compétence particulière du bénéficiaire de la protection, la compétence n'induisant en elle-même aucune finalité particulière de laquelle inférer l'existence d'un déséquilibre structurel entre les parties. Le droit de la consommation ne tient pas compte des différences d'aptitude existant entre consommateurs dans la défense de leurs propres intérêts. Reprenant les termes d'un auteur, à la question « *faut-il faire varier la protection en fonction de cette diversité ? La*

¹ N. SAUPHANOR, *L'influence du droit de la consommation sur le système juridique*, Préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 2000, n° 391, p. 244 ; S. PIEDELIÈVRE, *op. cit.*, n° 41, p. 27 : « L'objet essentiel du droit de la consommation est de protéger le consommateur qui désire effectuer un acte de consommation » ; J. CALAIS-AULOY et H. TEMPLE, *op. cit.*, n° 1, p. 1-3.

² P. MALINVAUD, « La protection des consommateurs », *D.* 1981, Chron, p. 49.

³ En matière de clauses abusives, Civ. 1^{ère}, 24 janvier 1995 : *Bull. civ.* I, n° 54 ; *D.* 1995, somm. 229, obs. P. DELEBECQUE : *ibid.*, p. 310, obs. J.-P. PIZZIO ; *JCP* 1995, I, 3893, n° 28, obs. G. VINEY ; *CCC* 1995, n° 84, note L. LEVENEUR. Le rapport direct du contrat avec l'activité professionnelle est laissé à l'appréciation souveraine des juges du fond : Civ. 1^{ère}, 17 juillet 1996 : *Bull. civ.* I, n° 331 ; *JCP* 1996, II, 22747, note G. PAISANT ; *Defrénois* 1997, p. 346, obs. J.-L. AUBERT. V. sur les difficultés de mise en œuvre d'un tel critère, N. SAUPHANOR, *L'influence du droit de la consommation sur le système juridique*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 2000, n° 177-183, p. 112-117.

⁴ Il a ainsi été refusé à un commerçant de se prévaloir de la protection contre les clauses abusives pour un contrat conclu pour les besoins de son commerce : Civ. 1^{ère}, 21 février 1995 : *JCP* 1995, II, 22502, note G. PAISANT, *CCC* 1995, n° 84, note L. LEVENEUR. Voir N. SAUPHANOR, *L'influence du droit de la consommation sur le système juridique*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 2000, n° 175-176, p. 111.

*réponse est en principe négative. Le droit de la consommation protège indistinctement tous les consommateurs, la présomption de faiblesse est irréfragable. Tenir compte des aptitudes particulières de chaque consommateur susciterait des litiges sans fin et enlèverait son efficacité au droit de la consommation »*¹. En effet, l'approche privilégiée par la jurisprudence dans le domaine des clauses abusives est désormais fixée pour exclure toute prise en compte de la compétence de la partie supposée faible dans la détermination de l'application du dispositif de protection. Si elle en a un temps fait application², les critiques adressées en doctrine, tout comme la transposition de la directive sur les clauses abusives en droit français, ont eu raison du recours au critère de la compétence. En faisant du professionnel incompetent un consommateur, la jurisprudence a été critiquée par la doctrine pour avoir dévoyé la notion de consommateur³, en utilisant un critère « incompatible avec les moyens mis en place par le législateur pour protéger le consommateur »⁴. Ces critiques, qu'il ne rentre pas dans notre démonstration de discuter, ont conduit à un important revirement de jurisprudence par l'abandon de la référence au critère de la compétence. Un arrêt de la première chambre civile du 10 juillet 2001 a ainsi mis en œuvre le critère du rapport direct pour refuser à un acheteur de se prévaloir des règles protectrices dans le domaine du démarchage et de la vente à

¹ J. CALAIS-AULOY et H. TEMPLE, *op. cit.*, p. 10 ; *Contra*, J.-P. CHAZAL, « Le consommateur existe-t-il ? », *D.* 1997, chron., p. 260. Dans cet article, l'auteur met en lumière le double effet néfaste de sous-protection et de surprotection associé à une protection trop abstraite fondée sur la seule qualité de non professionnel du cocontractant, irréfragablement présumé en position de faiblesse : « le consommateur n'a pas l'exclusivité de la faiblesse économique et (...) des professionnels se trouvent, au cours de l'exercice de leur activité, dans un état de vulnérabilité comparable, voire supérieure » (n° 13). Il en découle, selon le même auteur, que la présomption de faiblesse devrait alors n'être que simple car « rien n'empêche de tenir compte des hypothèses dans lesquelles un consommateur, de par ses connaissances et sa puissance patrimoniale, n'est pas en situation de vulnérabilité » (n°29). Une telle suggestion doit être écartée comme ne correspondant ni aux fondements ni aux évolutions de la matière. Le droit de la consommation se construit sur la considération abstraite de l'absence d'égalité entre les parties, dont l'une exerce une activité à titre professionnel. L'inégalité combattue est donc définie à partir de la seule qualité de professionnel et ce serait modifier la préoccupation du législateur que de se référer à la position relative des parties sur des critères extérieurs tirés de la richesse et de la connaissance du consommateur. Cela reviendrait précisément à s'intéresser à la puissance économique concrète des parties, là où le droit de la consommation se limite à l'évaluation abstraite d'un déséquilibre entre les parties. Une autre piste résiderait alors, plutôt que dans une redéfinition des modes d'appréciation de la notion de consommateur, dans l'introduction d'une règle générale sanctionnant l'abus de dépendance : D. MAZEAUD, « Plaidoyer en faveur d'une règle générale sanctionnant l'abus de dépendance en droit des contrats », in *Études de droit privé - Mélanges offerts à Paul DIDIER*, Economica, 2008, p. 325-352.

² Civ. 1^{ère} 28 avril 1987, *Bull. civ.* I, n° 134, p. 103 ; *D.* 1987, somm. 455, obs. J.-L. AUBERT ; *JCP G* 1987, II, 20893, note G. PAISANT ; *RTD civ.* 1987, p. 537, obs. J. MESTRE ; *D.* 1988, p. 1, note P. DELEBECQUE, selon lequel le contrat en cause « échappait à la compétence professionnelle [de la société], dont l'activité d'agent immobilier était étrangère à la technique des systèmes d'alarme utilisés et qui, relativement au contenu du contrat en cause, était donc le même état d'ignorance que n'importe quel autre consommateur ». Ultérieurement, Civ. 1^{ère}, 6 janvier 1993, *Bull. civ.* I, n°4, p.3 ; *JCP G* 1993, II, 22007, note G. PAISANT ; *RTD com.* 1993, p. 706 ; obs. B. BOULOC.

³ H. CAUSSE, « De la notion de consommateur », in *Après le Code de la consommation, grands problèmes choisis*, Actes du colloque du 24 février 1994 de l'Université de Reims, dir. J. CALAIS-AULOY, Litec, p. 33

⁴ A ce sujet, N. SAUPHANOR, *L'influence du droit de la consommation sur le système juridique*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 2000, n° 392 et s., p. 245 et s.

domicile et approuvé la cour d'appel de n'avoir pas vérifié quelles étaient les compétences professionnelles de l'acheteur¹.

309. Ainsi, il est désormais admis en droit positif que la qualité de consommateur ne se détermine nullement par référence aux compétences de la partie supposée faible, alors que l'étendue des obligations qui pèsent sur le prestataire de services d'investissement au titre des règles de bonne conduite est conditionnée par la compétence du client avec lequel il est en relation. La raison d'être d'une telle différenciation entre client professionnel et non professionnel réside dans un souci de moduler l'étendue des obligations du prestataire, compte tenu des besoins réels ou supposés de son client., Contrairement à ce qu'il en est en droit de la consommation, les réalités multiples que recouvre la notion de client répondent des obligations d'information dont l'étendue diffère.

B. L'hétérogénéité du statut de client

310. Les conséquences de la catégorisation des clients sur l'information due par le prestataire de services d'investissement sont directes et indirectes. La première conséquence de l'inclusion d'un client dans la catégorie de professionnel ou de non professionnel réside dans l'existence d'une obligation d'information à la charge du prestataire. Ce dernier est tenu de communiquer à son client la catégorie dont il relève², ce qui a pour effet de déterminer l'étendue de sa créance d'information à l'égard de son prestataire pour la suite, attendu qu'il sera possible au client de demander une catégorisation différente de celle retenue, quelle qu'elle fût³. Ainsi, de manière significative, la directive MIF n'a pas « figé les contenus des catégories de clientèle qu'elle a créées »⁴. Il en découle certaines conséquences en termes de définition des obligations d'information dues par le prestataire à ses clients actuels comme potentiels⁵.

¹ Civ. 1^{ère}, 10 juillet 2001 : *Bull. civ.* I, n° 209 ; *D.* 2001, p. 2828, obs. C. RONDEY ; *ibid.*, somm. 932, obs. B. TOUNAFOND ; *JCP G* 2002, I, 148, n° 1, obs. N. SAUPHANOR-BROUILLAUD ; *RTD civ.* 2001, p. 873 ; obs. J. MESTRE et B. FAGES. Dans le même sens, Civ. 1^{ère}, 5 mars 2002 : *Bull. civ.* I, n° 78 ; *D.* 2002.AJ.2052 ; *JCP G* 2002, II, note G. PAISANT ; *CCC* 2002, n° 118, note L. LEVENEUR ; *RTD civ.* 2002, p. 291, obs. J. MESTRE et B. FAGES.

² Article 314-4, II, RG AMF, qui met en œuvre les dispositions relatives à l'information concernant la catégorisation des clients qui figurent à l'article 28 de la directive 2006/73/CE. Un jugement récent a rejeté une demande en réparation fondée sur l'absence d'information relative à la catégorisation d'un client qui, classé comme non professionnel, avait bénéficié d'une information étendue et ne pouvait, à ce titre, se prévaloir d'un préjudice tenant à l'insuffisance de la protection dont il bénéficiait : T. Com. Paris, 6^e ch., 4 févr. 2011, n° RG 2011/014806, *RDBF*, mai-juin 2011, comm. 114, note I. RIASSETTO.

³ Articles 314-5 et 314-6, RG AMF.

⁴ J.-M. MOULIN, « L'investisseur averti », in *Mélanges AEDBF – V*, Revue Banque édition, 2008, p. 323. Sur le dispositif de catégorisation, cf. *infra*, n° 318 et s.

⁵ Ainsi, la définition proposée du client n'est pas uniquement synonyme de partie au contrat, mais plutôt de cible commerciale. L'information est due à toute personne susceptible de conclure un engagement juridiquement contraignant avec un prestataire de services d'investissement. La distinction entre le client et le client potentiel n'est en réalité que l'explicitation de leur assimilation par le Code monétaire et financier, dans l'optique du respect par le prestataire de son obligation de loyauté et de professionnalisme. L'information est due avec les

L'information n'est plus alors un pur instrument de protection de la partie faible par rapport à la partie forte comme c'est le cas en droit de la consommation, mais une variable d'ajustement permettant la prise de décision d'investissement. À la différence de l'information imposée au professionnel en droit de la consommation, qui procède d'une qualification homogène de ce qu'est le consommateur, le recours à l'information en droit des instruments financiers suppose d'opérer une distinction entre les investisseurs qui permet d'en déterminer la nécessité.

C'est ce qui doit être évoqué en distinguant les informations qui ne sont dues qu'aux clients de manière générale (1), pour expliquer la portée de la distinction entre un professionnel et un non professionnel au plan de l'information qui leur est due sur le risque que comporte l'opération (2).

1. Le dispositif d'information des clients

311. L'information des clients est régie à la section 3 du Chapitre IV du Livre III du règlement général AMF. Elle se définit par ses qualités intrinsèques, ainsi qu'il a déjà été évoqué, selon les dispositions de l'article 27 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006 qui précise l'article 19, paragraphe 2 de la directive 2004/39/CE. Les exigences communes auxquelles doit répondre l'information communiquée, quelle que soit la catégorie dont relève le client, ont trait essentiellement à ses caractéristiques¹, à son contenu minimal² et au support sur lequel elle est transmise³.
312. À ce stade, l'analyse du dispositif se complique. En effet, « *lorsque le client est professionnel, le prestataire peut s'en tenir au socle minimal* »⁴. Certaines informations ne sont dues qu'aux seuls clients non professionnels du fait de leur absence de connaissance des conditions d'exécution de la prestation de services. Il s'agit principalement des informations concernant

mêmes exigences de qualité objective que sont son exactitude, sa précision et son caractère non trompeur, à tout contractant potentiel, bénéficiaire d'un service d'investissement par un prestataire agréé. L'information est ainsi une règle de conduite qui dépasse la contrainte née de la volonté, pour mieux exprimer la contrainte née de l'activité professionnelle. Cela constitue l'explication fondamentale de l'intervention d'un dispositif législatif spécial par rapport au droit commun des contrats. Quoiqu'il faille l'envisager de manière nécessaire compte tenu de son objet dans le cadre d'une relation contractuelle particulière, elle exprime son autonomie à l'égard de celui-ci. Elle est en effet attachée à l'activité de prestation de services, plutôt qu'au contrat conclu entre le client et le prestataire.

¹ Art.314-10 à 314-17 RG AMF dans un paragraphe consacré au caractère clair et non trompeur de l'information.

² Art.314-18 et s. RG AMF.

³ Il doit s'agir d'un support durable, permettant au client de stocker les informations qui lui sont adressées personnellement, au sens de l'article 314-26 RG AMF. Les articles 314-27 et 314-28 traitent des conditions auxquelles les informations peuvent être transmises par le biais d'un site internet et en recourant à des moyens de communication électronique.

⁴ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 388, p. 522

le prestataire d'investissement lui-même, ses règles d'organisation¹ et ses méthodes d'évaluation de ses performances dans le cadre du service de gestion de portefeuille², l'existence d'un prospectus d'émission relatif à l'un des instruments financiers proposés au client³, certaines conditions de détention d'instruments financiers pour le compte des tiers⁴, le détail des frais occasionnés⁵. On mentionnera par ailleurs que, au-delà de l'information à laquelle il a droit, le client peut de lui-même renoncer au bénéfice d'autres règles de conduite, qu'il soit professionnel ou non professionnel. Le prestataire est ainsi déchargé de son obligation de meilleure exécution lorsque le client, sans distinction, lui a donné une instruction spécifique concernant l'exécution de l'ordre donné⁶.

De manière synthétique, on peut considérer que « *les dispositions particulières applicables aux clients non professionnels ont spécialement pour objet de préciser dans un détail poussé, le contenu de l'information sur ces thématiques, qui sont simplement mentionnées en termes génériques pour les autres catégories* »⁷.

2. La teneur de la distinction entre clients professionnel et de détail : la présomption de connaissance du risque par le professionnel

313. La caractéristique du dispositif réside dans la fonction implicite qui est assignée à l'information. Il est facile de constater ce qui distingue, au plan de leur contenu, les obligations d'information dues par le prestataire au client, selon qu'il est un professionnel ou non. Le second bénéficie d'une information plus détaillée que le premier, compte tenu de son inexpérience dans le domaine des services d'investissement et des opérations sur instruments financiers. Ce constat corrobore une explication de la réglementation qui se bornerait à ne voir dans l'information qu'un simple instrument de protection de l'intégrité du consentement. Le consentement libre et éclairé du contractant suppose qu'il sait à quoi il s'engage. Or, dans les relations avec des professionnels de l'investissement, un certain nombre d'informations sont superflues. Ainsi en irait-il, par exemple, de celle portant sur l'existence d'un prospectus d'émission concernant certains instruments financiers, dans lesquels un établissement de

¹ Art.314-32 RG AMF, informations qui doivent être fournies en temps utile, c'est-à-dire avant que les clients professionnels soient liés par le contrat de prestation de services ou avant la prestation de tels services, en l'absence de contrat préalable, au sens de l'article 314-20 RG AMF.

² Art.314-41 RG AMF.

³ art. 314-35 RG AMF.

⁴ Art.314-39, 1°, 2°, 3° et 6° RG AMF.

⁵ Art.314-42 RG AMF.

⁶ Art.L.533-18, I, *in fine* et art.314-70 RG AMF. Voir également la même réserve, au sujet des prestataires récepteurs/transmetteurs d'ordres ou gestionnaires de portefeuille et d'OPCVM, l'article 314-75, IV, al.2 RGAMF. Voir section I, paragraphe 2 du présent chapitre.

⁷ J. STOUFFLET et S. DUROX, « Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement », in *Mélanges AEDBF – V*, Revue Banque édition, 2008, p. 439.

crédit, défini comme un client professionnel par l'article D.533-11 du Code monétaire et financier, se proposerait d'investir¹.

314. Ce qui apparaît significatif ne réside donc pas dans la différence de contenu de l'information due au client par le prestataire. C'est au contraire la place conférée à l'information sur le risque qui frappe et constitue le tronc commun du dispositif. Indépendamment de sa qualité de professionnel, le socle minimal des informations à communiquer au client répond à un objectif commun, explicité par l'article 314-18, alinéa 2 du règlement général AMF. Selon cette disposition, « *la communication de ces informations a pour objectif de permettre raisonnablement aux clients de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier, ainsi que les risques afférents et, par conséquent, de prendre des décisions en matière d'investissement en connaissance de cause* ». La finalité caractéristique du dispositif ne se borne pas à un simple enjeu de connaissance du service proposé, mais s'étend bien aux conséquences propres de la décision d'investissement. L'objectif classique de protection de l'expression du consentement est complété par sa mise en relation avec le risque caractéristique qu'engendrent instruments financiers et services d'investissement.
315. Lorsque la description des risques est en cause, le règlement général procède de deux manières. Certaines dispositions ne font aucune distinction entre les clients à qui l'information est due, alors que d'autres mettent à la charge du prestataire une obligation accessoire à l'exécution de l'obligation d'information elle-même, consistant à prendre en compte le statut et le niveau de connaissance du client. Ainsi, lorsque la complexité de l'instrument financier le justifie, le prestataire doit décrire la manière dont l'association de deux ou plusieurs instruments ou services financiers peut conduire à un accroissement des risques pour le client². L'obligation d'information sur les risques trouve sa source dans la teneur de l'opération elle-même. Elle est alors due au client sans distinction. De façon générale toutefois, l'information concernant le risque de l'instrument financier doit être fournie au client compte tenu de sa catégorisation comme client professionnel ou non professionnel, pour lui permettre de prendre sa décision en connaissance de cause. Cette exigence, qu'énonce l'article 314-33 du règlement général AMF, est encore spécifiée à l'article suivant, qui précise les éléments que doit comporter la description des risques, « *eu égard au type particulier d'instrument concerné, au statut et au niveau de connaissance du client* »³.

¹ Cette exclusion apparaît d'autant plus justifiée que le client professionnel sera prochainement défini par référence aux mêmes catégories que les investisseurs qualifiés, qui ne reçoivent pas d'information délivrée sous forme de prospectus lorsqu'une offre de titres financiers s'adresse exclusivement à eux et qu'ils agissent pour compte propre.

² Art.314-36 RG AMF.

³ Art.314-34 RG AMF.

316. Que conclure d'un semblable dispositif ? À l'examen, il apparaît que la catégorisation d'un client comme professionnel n'équivaut nullement à dispenser le prestataire de toute obligation d'information à son égard. Seules certaines informations liées à l'activité du prestataire, qu'un investisseur professionnel est supposé connaître, doivent exclusivement être fournies au client non professionnel. En revanche, la qualité de l'information doit être la même, quelle que soit le client. Il revient au professionnel de s'assurer que, *in concreto*, le client a bien compris les conséquences financières qui peuvent découler de la décision d'investissement. À cet égard, l'esprit de cette réglementation, dont la fonction réside dans le contrôle qui est dévolu au prestataire sur les décisions d'investissement de ses clients, résulte de l'article 314-11, al.3 du règlement général. Cette disposition énonce en effet que l'information doit être « *suffisante et présentée d'une manière qui soit compréhensible par un investisseur moyen de la catégorie auquel elle s'adresse et auquel il est probable qu'elle parvienne* ». Cette règle générale met en lumière la visée implicite du dispositif. L'information à délivrer par le prestataire va au-delà du simple fait de mettre l'investisseur en mesure de prendre une décision éclairée. Elle doit être compréhensible par un investisseur moyen. L'objectif recherché n'est pas seulement celui de préserver l'intégrité du consentement, mais plutôt de permettre des prises de décision rationnelles par l'investisseur. La modulation de l'exécution de l'obligation d'information, compte tenu de la catégorie dont relève le client participe de la même logique. Il s'agit de faire du prestataire, à partir d'une évaluation de la compétence de son client, l'arbitre de l'opportunité de ses choix d'investissement.
317. Au plan de l'étendue de l'obligation d'information, la distinction entre clients professionnels et non professionnels ne tend pas simplement à délimiter son champ d'application, mais à déterminer les conditions de son exécution, compte tenu du degré de connaissance du créancier. C'est ce que révèle la discipline des tests d'adéquation et du caractère approprié du service à fournir. Selon l'article 314-54 du règlement général, le prestataire est fondé à présumer que le client professionnel à qui il fournit un service d'investissement possède l'expérience et les connaissances nécessaires pour comprendre les risques inhérents à ces instruments, transactions ou services¹. Cette disposition conduit à un allègement des obligations du prestataire à l'égard du client professionnel. Cet allègement est fondé sur la connaissance supposée du client, relativement au risque que comporte l'opération. La connaissance dont dispose le client, quant à la portée de son engagement en termes de risques patrimoniaux, est ainsi appréciée de manière objective, compte tenu de la catégorie dont il relève.

¹ À cette présomption générale de connaissance doit être associée celle, propre au test d'adéquation, qui résulte de l'article 314-45 du RG AMF, selon laquelle, au cas où est fourni le service de conseil en investissement à un client professionnel, le prestataire peut présumer que « ce client est financièrement en mesure de faire face à tout risque lié à l'investissement correspondant aux objectifs d'investissement de ce client ».

La portée d'une telle présomption apparaît toutefois incertaine, d'autant que le dispositif de catégorisation n'est pas d'ordre public. Il relève en effet de l'expression de la volonté des clients et du pouvoir de décision du prestataire.

§2. Le régime de la qualification de client : la catégorisation

318. La notion de client est appréhendée par les règles écrites comme une réalité complexe, dont le régime de protection est variable et conditionné, dans une certaine mesure, à leur accord avec le prestataire. La différence essentielle avec la notion de consommateur, au sens large, réside en ce que la notion de client ne conduit pas en elle-même à l'application « en bloc » du dispositif de protection. Il s'agit de personnaliser, la protection compte tenu de la connaissance du risque contractuel qui résultera du niveau de compétence des parties.
319. Le droit financier semble avoir éludé la question de savoir ce qu'est un investisseur, en ne prenant en compte pour le définir que la qualité de client qui lui revient dans ses relations avec un intermédiaire financier, à l'occasion de la conclusion d'un contrat portant sur une prestation de services d'investissement. Seule la catégorie des clients professionnels fait l'objet d'une définition, et elle doit à son tour être précisée en ce qu'elle s'applique à des situations multiples. Certains clients seront ainsi automatiquement considérés comme des professionnels¹, alors que d'autres pourront être traités comme des professionnels à leur propre demande. Le point clé de la réglementation se situe dans le fait que la qualité de client professionnel ou non professionnel n'est pas impérative. Tant la directive que le texte de transposition reconnaissent la possibilité aux non professionnels d'être traités comme des professionnels et réciproquement, ce qui révèle, là encore, le particularisme des contrats conclus avec les prestataires de services d'investissement. Les règles applicables à la détermination et au changement de catégorie, dont relève le client du prestataire de service d'investissement, mettent en lumière l'objectif substantiel assigné au dispositif, au-delà de la seule protection du client contre un abus de sa puissance par le prestataire.
320. En droit de la consommation, la qualité de consommateur est une qualification d'ordre public. Indépendamment des incertitudes terminologiques qui perdurent en droit français sur la question, qu'on l'appelle consommateur ou non professionnel, le cocontractant d'un professionnel sera soumis de plein droit à l'ensemble des règles du droit de la consommation. À l'opposé, la qualification de client n'a qu'un contenu bien incertain dans la délimitation de la protection dont va bénéficier l'investisseur, au titre des règles de conduite qui s'imposent au prestataire.

¹ La liste des clients professionnels a été établie, conformément à l'article L.533-16, al.3, par un décret n° 2007-904 du 15 mai 2007, qui figure actuellement à l'article D.533-11 COMOFI et détermine les personnes pouvant avoir la qualité de contrepartie éligible, au sens de l'article L.533-20, à l'article D.533-12.

C'est ce qu'il convient d'examiner d'après les règles applicables à l'exercice des options permettant au client de demander un changement de catégorie. Cette analyse permet de mettre en lumière deux traits saillants du dispositif d'option : le caractère facultatif du changement de catégorie pour le prestataire (A) et sa portée incertaine quant aux règles applicables aux clients professionnels sur option (B).

A. Les modalités du changement de catégorie : le pouvoir de décision du prestataire

321. Le changement de catégorie peut être résumé à grands traits, selon une analogie avec la théorie de l'acte administratif, de la manière suivante : alors qu'il ne dispose pas exclusivement du principe de l'action, le prestataire de services d'investissement est toujours libre du choix de la mesure¹. Si l'initiative du changement de catégorie est reconnue tant au client qu'au prestataire, le pouvoir de décision appartient exclusivement à ce dernier. Le dispositif mis en place, dans l'esprit du régulateur, consiste à faire peser la responsabilité du changement de catégorie sur le prestataire, à qui est attribuée la mission de veiller au niveau de protection du client, et ce, en dépit de l'expression d'une volonté en sens contraire.
322. Dans une stricte logique de protection, l'on pourrait s'attendre à ce que le changement de catégorie ne puisse s'opérer qu'afin de faire bénéficier le client de davantage d'informations. Telle n'est pas l'inspiration du dispositif mis en place par la directive, suivie par l'ordonnance². Le droit positif se soucie de trouver un équilibre entre « *un ordre public de protection et un souci d'efficacité économique* »³. Au sens des alinéas 4 et 5 de l'article L.533-16 du Code monétaire et financier, la possibilité est donnée au client de demander à changer de catégorie⁴. Ainsi, de même qu'un client professionnel peut demander à bénéficier du statut de client non professionnel⁵, la réciproque est également reconnue⁶. Les

¹ Il s'agit ici d'une référence par analogie aux notions utilisées en droit administratif, pour déterminer le caractère discrétionnaire du pouvoir dont dispose l'autorité administrative quant à l'adoption et à la détermination du sens d'un acte administratif : cf. P.-L. FRIER et J. PETIT, *Précis de droit administratif*, 6^e éd., Montchrestien, 2010, n° 513, p. 319.

² Un auteur a ainsi pu rendre compte de l'équilibre qui a été recherché : « Face au renforcement du dispositif d'information et d'évaluation des clients et pour ne pas trop entamer la rentabilité des prestataires de services d'investissement, la directive MIF a souhaité davantage tenir compte de la qualité des clients des prestataires pour moduler l'application de ces règles de bonne conduite gouvernant la relation des prestataires avec leurs clients qui, pour protectrices qu'elles soient, n'en sont pas moins lourdes à mettre en œuvre alors même qu'elles ne sont pas toujours justifiées face à des clients qui appréhendent correctement les risques inhérents aux services d'investissement qu'ils sollicitent et aux instruments financiers qu'ils souhaitent acquérir », J.-M. MOULIN, « L'investisseur averti », préc., p. 321

³ *Idem*, p. 316

⁴ Cette possibilité résulte de l'article 28, paragraphe 3 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006.

⁵ Art.L.533-16, al.4 COMOFI ; art.314-5 RG AMF.

⁶ Art.L.533-16, al.5 COMOFI ; art.314-6 RG AMF.

contreparties éligibles¹ bénéficient également d'une option² leur permettant d'être traitées comme des clients non professionnels, lorsqu'ils l'ont précisé dans leur demande, et autrement comme des clients professionnels³. En revanche, l'initiative du changement de catégorie n'est reconnue au prestataire de services d'investissement que pour traiter comme un client non professionnel un client considéré comme professionnel⁴, c'est-à-dire pour opérer un renforcement de la protection au bénéfice du client. En effet, les conditions de changement de catégorie sont évidemment plus strictes ? lorsque le changement de catégorie met le client dans une position moins favorable. Le passage de la catégorie de client non professionnel à celle de client professionnel sur option doit être réalisé moyennant une évaluation répondant à certains critères⁵, et selon une procédure spécifique⁶.

323. Ayant esquissé les possibilités de changement de catégorie offertes par le droit positif, il convient d'en examiner le trait saillant. Dans toutes les hypothèses, que la demande soit formulée par un client professionnel, de détail ou une contrepartie éligible, comme à l'initiative du prestataire, la décision en revient à ce dernier. À s'en tenir à la formulation stricte des textes, le prestataire conserve un pouvoir de décision qui s'impose à la volonté exprimée par son client. Les articles 314-5, al.2 et 314-8, al.2 en disposent ainsi pour le cas où le prestataire accéderait à la demande de son client ou de la contrepartie éligible, alors que l'article 314-7, al.2 impose au prestataire de prendre certaines mesures « *avant de décider d'accepter* » la renonciation par le client non professionnel, au bénéfice de certaines règles protectrices. Dans cette dernière hypothèse, s'agissant d'une renonciation⁷, on peut s'interroger sur la logique qui consiste à remettre le pouvoir de décision au prestataire. Il semble que, en dépit de la conformité aux critères énoncés à l'article 314-6 et du respect de la procédure énoncée à l'article 314-7, le prestataire ne soit pas tenu d'accepter cette renonciation⁸. Contrairement à ce qui résulte de la rédaction de l'alinéa premier de l'article 314-6, qui énonce qu'il s'agit d'une renonciation par le client à une partie de la protection dont il bénéficie, cette renonciation ne produira pas d'effets du seul fait que les conditions

¹ Les contreparties éligibles font l'objet d'un traitement particulier, conformément au Considérant 41 de la directive MIF. Elles sont définies à l'article 24, paragraphe 1. de la directive 2004/39/CE, repris à l'article L.533-20 COMOFI comme des prestataires de services d'investissement agréés pour les services de réception-transmission d'ordre, d'exécution d'ordre pour le compte des tiers ou de négociation pour compte propre. Par application de l'article L.533-20, al.2 COMOFI, les contreparties éligibles sont limitativement énumérées à l'article D.533-13.

² Art. 314-8 RG AMF. La possibilité pour les contreparties éligibles d'être traitées comme des clients résulte de l'article 24.2, second paragraphe, désormais inscrit à l'article L.533-20, al.3 COMOFI.

³ Art. 314-9 RG AMF. Cette disposition transpose celles qu'énonce l'article 50, paragraphe 2 de la directive 2006/73/CE.

⁴ Art. D.533-12 COMOFI.

⁵ art. 314-6, al.5 RG AMF.

⁶ art. 314-7 RG AMF.

⁷ V. sur la question de la renonciation à un statut d'ordre public, voir D. BUREAU, « L'extension conventionnelle d'un statut impératif – Contribution du droit international privé à la théorie du contrat », in *Mélanges en l'honneur de Philippe MALAURIE*, Defrénois, 2005, n° 25 et s, p. 141.

⁸ En ce sens, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 386-2, p. 516-517.

évoquées ont été respectées. On ne peut que souligner la maladresse de rédaction de l'article 314-7, al.2. Ce texte dispose que « *avant de décider d'accepter cette renonciation, le prestataire de services d'investissement est tenu de prendre toute mesure raisonnable pour s'assurer que le client qui souhaite être traité comme un client professionnel répond aux critères mentionnés à l'article 314-6* ». Outre le fait que le second membre de la phrase apparaît sans objet, sinon en ce qu'il semble atténuer le caractère impératif de la vérification des critères pertinents, en réduisant leur vérification à une obligation de moyens pour le prestataire, cette disposition exprime que le pouvoir de décision appartient au prestataire. Or, dans une perspective consumériste de protection du client face au professionnel, les critères posés et la procédure à suivre devraient au contraire constituer des conditions nécessaires et suffisantes à la diminution de la protection sollicitée par le client.

324. Il apparaît clairement ici que l'équilibre recherché se situe aux confins d'un logique de protection et d'une logique de direction. Que la volonté du client ne puisse, à elle seule, suffire à fonder une diminution de la protection dont il bénéficie, indique que la logique du dispositif dépasse l'exigence de protection du client particulier, pour s'élever à un impératif de soumission aux règles permettant de moduler l'étendue du risque que comporte le contrat. À l'égard du droit de la consommation, la différence est patente. La seule qualité de client, créancier de la prestation caractéristique que constituera le service d'investissement en cause, ne conduit pas à l'application impérative et de plein droit de certaines règles de protection. La notion de client ne semble ainsi pas correspondre à un statut impératif. Elle recouvre en elle-même un dispositif qui se dédouble et offre une liberté de choix aux parties. Plus spécialement, le dispositif permet à une partie de demander un renforcement de la protection dont elle bénéficie ou bien d'y renoncer partiellement, la décision revenant en dernière analyse au prestataire. Pèse sur le prestataire une responsabilité particulière liée à une prérogative inconnue du droit de la consommation. Il dispose, en effet, du pouvoir de décision conduisant au changement de catégorie de son client, et donc à une modulation de la protection qu'il doit fournir. Le changement de catégorie repose ainsi sur une évaluation effectuée par le prestataire lui-même.

Il convient alors d'analyser la portée du changement de catégorie au plan de l'information sur les risques que comportent les opérations projetées. Si, en principe, par application de l'article 314-54 du règlement général déjà évoqué, le client professionnel est présumé correctement appréhender les risques inhérents aux opérations et instruments financiers pour lesquels il a été catégorisé comme tel, il semble en aller différemment lorsqu'il s'agit d'un client professionnel sur option.

B. La portée du changement de catégorie sur l'information relative au risque d'investissement

325. Le dispositif est encore rendu plus complexe lorsque le changement de catégorie conduit à limiter la protection du client qui, de non professionnel, souhaite devenir professionnel. Ces effets ne sont précisés que de manière fort ambiguë par le règlement général AMF. L'article 314-6 dispose en effet que si le client non professionnel peut renoncer à une partie de la protection que lui offrent les règles de bonne conduite, il pourra alors être traité par le prestataire comme un client professionnel, moyennant le respect d'une évaluation préalable et de la procédure prévue à l'article 314-7.
326. On remarque d'emblée une différence notable par rapport au changement de catégorie conduisant à un élargissement de la protection reconnue au client. Le client professionnel qui souhaite changer de catégorie adresse une demande au prestataire de se voir reconnaître le statut de client non professionnel, aux termes de l'article 314-5 du règlement général AMF¹. Est ainsi admise par le règlement une modification du statut juridique du client. Une nouvelle qualité lui est reconnue, pourvu que le prestataire accède à sa demande, qualité dont découle automatiquement le respect de l'ensemble des règles de bonne conduite applicables dans les relations avec un client non professionnel pour les instruments financiers, services d'investissement ou transactions déterminées. L'alinéa premier de l'article 314-6, évoque une simple renonciation à une partie de la protection reconnue au client non professionnel, qui n'emporte pas un statut nouveau, mais simplement la possibilité « *d'être traité* » par le prestataire comme un client professionnel, au sens de l'alinéa 2.
327. La portée de cette renonciation est alors bien incertaine et la perplexité ne fait que croître à la poursuite de la lecture de cette disposition, dont l'alinéa 2 *in fine*, énonce que « *les clients non professionnels ne doivent cependant pas être présumés posséder une connaissance et une expérience du marché comparables à celles des clients mentionnés à la sous-section 1 de la présente section* », c'est-à-dire aux clients professionnels évoqués à l'article précédent. Le moins que l'on puisse dire est que le départ entre les règles applicables aux clients professionnels « pleins » et clients non professionnels sur option ayant renoncé à une partie de leur protection est bien malaisé à effectuer². En effet, il a été vu que la différence essentielle qui existe dans le traitement des clients professionnels et non professionnels tient à la

¹ Cette observation vaut également pour l'hypothèse dans laquelle le changement de catégorie est sollicité par une contrepartie éligible, prévue à l'article 314-8 RG AMF.

² À cet égard, le résumé proposé par un auteur ne nous semble pas juste. Il a en effet été exposé qu'« au sein des clients professionnels, il y aura lieu de distinguer ceux qui le sont tout à fait de ceux qui ne le sont qu'un peu », J.-M. MOULIN, « L'investisseur averti », in *Mélanges AEDBF – V*, Revue Banque édition, 2009, p. 323. Les dispositions de l'article 314-6 n'évoquent pas de véritable inclusion du client non professionnel dans la catégorie des clients professionnels, mais simplement une diminution de la protection qui lui est reconnue par renonciation volontaire du client. La difficulté résidera donc dans la détermination de la portée de la renonciation à la protection exprimée par le client lorsque les critères en sont réunis.

présomption de connaissance du risque dont bénéficient les premiers. Or, pour autoriser le client non professionnel à renoncer à une partie de la protection dont il bénéficie, le prestataire doit, aux fins de la validité du changement de traitement, procéder à une évaluation adéquate de la compétence, de l'expérience et des connaissances du client¹. En somme, c'est un test analogue aux tests d'adéquation et du caractère approprié², qui est imposé au prestataire, pour décider d'une renonciation de la protection, limitée aux transactions et services envisagés. Est-ce à dire alors que postérieurement au changement de catégorie, le professionnel sur option jouit de la présomption de connaissance énoncée à l'article 314-54 ? En effet, les critères posés à l'article 314-6 pour accorder le changement de catégorie, et ceux qui figurent à l'article 314-51 permettant d'apprécier la connaissance et l'expérience du client, ne coïncident pas. Les tests d'adéquation et du caractère appropriée ne paraissent pas pouvoir être écartés sur la base de la présomption de connaissance du risque du client professionnel sur option, qui n'a pu obtenir un allègement des règles protectrices dont il bénéficie qu'en relation à certaines opérations, sur la base de l'examen des critères expressément posés à l'article 314-6. Il en résulte que la renonciation à la protection que réalise le passage à la catégorie de client professionnel n'a qu'une portée limitée à une opération ou une série d'opération dans le respect d'un test permettant de s'assurer que le client possède une connaissance suffisante du risque qu'il encourt.

328. Dès lors, il apparaît que la présomption de connaissance du risque ne prendra son plein effet qu'en relation aux clients professionnels et qu'ainsi, le changement de catégorie entre les clients non professionnels et clients professionnels sur option apparaît dépourvu d'effet au plan de l'information due quant au risque que comporte l'opération. Il est clair, en revanche, que l'effet principal du changement de catégorie décidé par le prestataire, consistant à traiter un client professionnel comme un non professionnel, en vertu de l'article D.533-12 du Code monétaire et financier ou requis du client lui-même selon l'article 314-5 du règlement général AMF, conduira à faire échec à la double présomption qui résulte des articles 314-54 et 314-45. Il en découle de manière évidente que le dispositif tend à assurer à l'ensemble des clients un degré de connaissance du risque que comporte l'opération qui soit suffisant, en élargissant au maximum le recours aux tests d'adéquation et du caractère approprié du service à fournir. En somme, le changement de catégorie, s'il a un impact sur les obligations d'informations dues par le prestataire à ses clients, n'a qu'un effet limité sur son obligation de connaître son client. Celle-ci peut être étendue aux clients non professionnels sur option, mais jamais totalement supprimée, lorsque sont en cause des clients professionnels sur option.
329. Le dispositif ainsi résumé est alors le suivant. Le client bénéficie en toute hypothèse d'une protection liée à la qualité de l'information, qu'il soit ou non professionnel. Le niveau de protection dont bénéficie le client peut être modifié par les parties. Si le prestataire peut

¹ Art.314-6, al.3 RG AMF.

² Art. L.533-13, I et II COMOFI, sur lequel, cf. *infra* n° 362 et s.

décider d'aggraver les obligations qui sont les siennes, en modifiant le statut de son client professionnel en client non professionnel, il n'est pas lié par la volonté du client non professionnel de renoncer à une partie de sa protection. Il est tenu au respect de certains critères et d'une procédure et il conserve son pouvoir de décision. S'il accepte une telle renonciation, la diminution de la protection accordée au client ne conduit pas à son assimilation pure et simple à un client professionnel. Dans tous les cas, les obligations d'information qui pèsent sur le prestataire sont une simple variable d'ajustement, dont l'objet et la fonction ne changent pas de nature, mais simplement de degré. La protection recherchée se situe ainsi davantage au niveau de la qualité de l'information qu'au niveau de sa quantité. Selon cette lecture, il apparaît alors que l'information n'est pas la contrepartie d'une inégalité contractuelle absolue, mais une exigence générale permettant la détermination de l'objet du contrat et sa formation. En outre, la qualité de professionnel ne constitue nullement l'expression d'une diminution absolue de la protection du client, lorsqu'elle a été acquise par lui par renonciation à sa qualité de non professionnel.

330. Ceci conduit à l'analyse suivante qui, pour théorique qu'elle soit, a néanmoins une importance pour comprendre la spécificité de la fonction descriptive de l'information en droit des instruments financiers. Comme règle de bonne conduite, les obligations d'information qui pèsent sur le prestataire sont intégrées à son statut de professionnel soumis à un agrément. Ce sont des obligations statutaires, dont l'exécution est subordonnée à l'existence de négociations, puis de relations contractuelles. L'obligation est indéfectiblement liée à la conduite de l'activité professionnelle en cause, et non au rapport ponctuel qui unit le prestataire à un client déterminé. L'information est ainsi essentielle à la définition constante des diligences du prestataire à l'égard de son client, en fonction de la catégorie dont il relève. La définition du champ de l'obligation d'information s'en trouve quelque peu facilitée. L'information n'est due que là où elle apparaît objectivement nécessaire, la qualité des parties n'étant que la variable concrète permettant la détermination de l'utilité du recours à l'obligation d'information.

Si c'est bien la même logique qui inspirait la jurisprudence fondée sur la distinction entre investisseur averti et investisseur profane, il apparaît toutefois que l'interprétation constructive à laquelle elle s'est livrée devrait être supplantée par le lourd dispositif légal et réglementaire évoqué.

§3. L'incidence de la catégorisation sur les solutions prétorienne antérieures

331. L'entrée en vigueur des textes de transposition de la directive MIF conduit à une délimitation bien plus précise du champ d'application des obligations d'information qui pèsent sur les

prestataires de services d'investissement à l'égard de leurs clients. La question de l'incidence du nouveau dispositif sur la jurisprudence développée d'après l'arrêt *Buon* peut alors être posée sous l'angle de la survie de la notion d'investisseur averti, ou sous celui de la persistance d'une obligation de mise en garde, au-delà des obligations d'information résultant désormais des textes¹. Il ne s'agit toutefois que des deux faces d'une même médaille, l'obligation prétorienne de mise en garde, dont l'évolution sera retracée dans le chapitre suivant, étant subjectivement délimitée par la notion d'investisseur averti. Poser le problème de l'incidence du dispositif de catégorisation des clients sur la distinction entre investisseurs profanes et avertis, revient ainsi à s'interroger, du même coup, sur l'utilité de conserver un contrôle purement prétorien de la pertinence de l'information du client, en marge d'un conséquent dispositif légal et réglementaire.

332. Or, si la logique adoptée par les instances normatives est la même que celle mise en œuvre par la jurisprudence antérieure, la méthode est bien différente. L'objectif réside toujours dans la délimitation du champ des obligations du prestataire, en fonction des connaissances réelles ou supposées du client. À cet égard, la qualification de client, comme créancier actuel ou potentiel de la prestation caractéristique, ne dit rien de plus que celle, plus économique, d'investisseur. En revanche, le dispositif de catégorisation des clients est de nature à mettre à mal certaines des solutions jurisprudentielles ayant permis de déterminer la qualité d'investisseur averti².

L'approche retenue par le législateur implique une appréciation *a priori* des connaissances du client quant au risque que comporte l'opération. Il convient d'évoquer brièvement quelle était l'approche prétorienne de la qualification d'investisseur averti (A), pour apprécier quelles pourront être son utilité et sa pérennité, à l'aune du nouveau dispositif de catégorisation des clients (B).

A. La qualification prétorienne d'investisseur averti

333. Comme cela a été remarqué en doctrine, « *[s]i c'est à la jurisprudence que l'on doit l'émergence de la notion d'investisseur averti, en vain l'on chercherait une définition prétorienne de celui-ci* »³. S'il n'existe pas de définition jurisprudentielle de la notion¹, son

¹ Sous l'angle de l'obligation de mise en garde, J.-J. DAIGRE, « L'obligation prétorienne de mise en garde a-t-elle vocation à survivre ? », *RTDF* n° 4 – 2009, p. 108 ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 390, p. 525 et s.

² Sur la notion d'investisseur averti, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 454, p. 654 et s. et spécialement n° 390, p. 525 et s., sur la pérennité des règles posées en jurisprudence quant à la délimitation de l'obligation de mise en garde.

³ J.-M. MOULIN, « L'investisseur averti », *préc.*, p. 328 ; *adde*, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, 3^e éd., n° 454, p. 655, qui notent : « L'expression elle-même n'est pas pour autant consacrée ; les juges du fond comme la Cour de cassation préfèrent en général utiliser des périphrases exprimant la connaissance, par le client, des risques présentés par les opérations spéculatives ». Certains arrêts de la chambre commerciale se réfèrent toutefois

application selon certains critères établis au fil des arrêts ne fait aucun doute. Elle répond, ainsi que cela a été évoqué plus haut, à une fonction de détermination de l'élément psychologique de l'obligation d'information. La notion d'investisseur averti permet de délimiter le champ d'application d'une telle obligation à la charge du prestataire d'investissement, en l'excluant, là où il apparaît que l'investisseur dispose de l'information pertinente². En outre, compte tenu des exigences classiques de la responsabilité contractuelle, que sont l'existence d'une faute, d'un préjudice et d'un lien de causalité, un auteur a pu affirmer que « *la connaissance de l'information fait disparaître tout lien de causalité entre la faute et le dommage* »³.

334. Ainsi fondée, la qualification d'investisseur averti a vu son régime édifié en jurisprudence quant à son contenu et à son appréciation⁴. De façon générale, la connaissance du risque présenté par l'opération est révélée par « *l'expérience, la compétence professionnelle de l'investisseur ou encore par la nature des opérations réalisées* »⁵, les juges se livrant alors pour apprécier une telle connaissance à une analyse *in concreto*⁶. Un auteur relève à juste titre

expressément, pour admettre la responsabilité du prestataire, au fait qu'il n'était pas établi que l'investisseur était « lors de l'ouverture des comptes dans les livres de la société de bourse, averti des risques encourus ; à l'inverse, la jurisprudence a également parfois fait référence à la notion de client profane, pour censurer les juges du fond, qui avaient « constaté que Mme X... était profane en matière d'opérations de bourse et qu'il n'était pas établi que la société, débitrice à son égard d'une obligation d'information et de mise en garde, lui ait apporté les informations nécessaires sur les risques attachés aux obligations boursières et en particulier aux OSRD ». V. en particulier, Com. 31 janv.2006, *De Medina, Epse Bouhnik c/ Sté Procapital : RLDA*, juill. 2006, n° 374, p. 43, note M.-P. BÉVIÈRE ; *ibid.*, déc. 2006, p. 33, note É. CHARLERY ; *Dr. Soc.* 2006, n° 6, comm. T. BONNEAU ; *adde* sur cet arrêt L. DUMOULIN, « le devoir de mise en garde de l'investisseur », *RDBF* nov.-déc.2007, n° 16, p. 106-107.

¹ V. en général J.-G. d'HÉROUVILLE, « La notion d'investisseur averti », *Banque & Droit* 1998, p. 20-24.

² Sur l'exigence de la pertinence de l'information, M. FABRE-MAGNAN, *De l'obligation d'information dans les contrats – Essai d'une théorie*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J., 1992, n° 169 et s., p. 132 et s. Pour l'auteur, constitue un fait pertinent tout « fait qui se rapporte à l'objet des obligations nées du contrat et utile pour le cocontractant » et dont la « révélation ne doit pas être illicite », n° 170, p. 133. Pour un exemple parmi beaucoup d'autres d'un arrêt qualifié une banque de « professionnel averti » et écarté la responsabilité de la banque mandataire, Com., 4 juillet 1995, *Banque Leu c/ Banque Indosuez et autres : Bull. Joly Bourse* 1995, p. 497, note L. RUET. Un arrêt pose comme condition à la responsabilité du prestataire que la qualité d'investisseur averti soit appréciée au moment où les pertes ont été réalisées pour établir la réalité du préjudice : Com., 14 décembre 2004, pourvoi n° 02-13638 : *Gaz. Pal.* 2006, p.173, note D.R. Si seule la qualité d'investisseur averti lors de la conclusion du contrat exclut l'obligation du prestataire, sa responsabilité suppose que, indépendamment de l'existence initiale de l'obligation, le client ne soit pas devenu par la suite averti, ce qui empêcherait de rattacher le préjudice à l'inexécution d'une obligation qui n'existait plus pour le prestataire.

³ S. BONFILS, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, préf. M.-A. FRISON-ROCHE, L.G.D.J., 2005, n° 232, p. 122, réf. citées et la critique des solutions retenues par les juridictions du fond.

⁴ Sur cette jurisprudence, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 454, p.654-655 ; égal., S. BONFILS, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, préf. M.-A. FRISON-ROCHE, L.G.D.J., 2005, n° 233-236, p. 122-126 et les nombreuses références jurisprudentielles citées, et L. DUMOULIN, « le devoir de mise en garde de l'investisseur », *RDBF*, nov.-déc. 2007, spéc. p. 104-105.

⁵ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 454, p. 655. Sur les critères retenus en jurisprudence pour déterminer l'expérience et la compétence de l'investisseur averti, S. BONFILS, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, préf. M.-A. FRISON-ROCHE, L.G.D.J., 2005, n° 236, p. 124-125.

⁶ *Ibid.* Par exemple, Com., 24 octobre 2000, *Raymond Rickling c/ Patrice Wargny et BZW Puget Mahé*, pourvoi n° 97-22.241 ; *RDBF*, janv.-févr. 2001, comm. 33, p. 29, obs. M.-A. FRISON-ROCHE et M. GERMAIN. Ainsi, dans cet arrêt, la chambre commerciale approuve la Cour d'appel d'avoir déduit de ses constatations que « M. Y... était informé des risques inhérents aux opérations spéculatives sur les marchés à terme avant d'y prendre des positions » ; antérieurement, dans le cadre d'opération de stelling, Com., 23 février 1993, *Crédit industriel de*

que l'approche *in concreto* n'exclut pas le contrôle qu'exerce la chambre commerciale sur la qualification du caractère averti de l'investisseur, compte tenu des diverses formules utilisées pour valider les analyses des juges du fond¹.

335. La jurisprudence a retenu que la qualité d'investisseur averti doit être déterminée au moment où aurait dû être exécutée l'obligation de mise en garde, c'est-à-dire « à l'origine des relations contractuelles »² ou « lors de l'ouverture des comptes dans les livres de la société de bourse »³. Cette solution semble tout à fait appropriée, dans la mesure où la connaissance des risques par l'investisseur doit être assurée lors de l'entrée en relation avec le prestataire et préalablement à la décision d'investissement. Une telle détermination du moment où s'apprécie la qualité d'investisseur averti fait toutefois difficulté pour les relations durables qui s'instaurent entre investisseur et prestataires de services d'investissement. Il apparaît en effet que l'investisseur profane finit par acquérir une expérience dans la durée, lorsque les opérations qu'il réalise présentent des caractéristiques essentielles communes. C'est ce qu'a retenu la chambre commerciale dans un arrêt récent du 12 février 2008, dans lequel il est reproché à la Cour d'appel de n'avoir pas recherché « si Mme X... avait, dès l'origine des relations contractuelles, une connaissance des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme dispensant les sociétés Natexis et Bourse direct de l'informer de ces risques ou si les opérations litigieuses étaient intervenues après qu'elle eut acquis une telle connaissance »⁴.

L'Ouest c/ époux Chassagnard : Bull. civ. IV, n° 68, p. 45 ; JCP E 1993, I, 302, n° 22, note C. GAVALDA et J. STOUFFLET ; *ibid.*, Pan. n° 520 ; JCP E 1994, I, 399, n° 22, obs. A. VIANDIER ; RTD com. 1993, n° 17, p. 577, obs. M. CABRILLAC et B. TEYSSIE ; Bull. Joly Bourse 1993, p. 296, note F. PELTIER ; D. 1993, p. 424, note I. NAJJAR ; Banque, juin 1993, p. 97, obs. J.-L. GUILLOT.

¹ S. BONFILS, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, préf. M.-A. FRISON-ROCHE, L.G.D.J., 2005, n° 234, p. 123-124.

² Com., 23 février 1999 : « Attendu qu'en se déterminant par de tels motifs, impropres à établir que la société de bourse s'était acquittée du devoir qu'elle a, quelles que soient les relations contractuelles entre elle et son client, de l'informer, à l'origine de ces relations contractuelles, des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme, hors le cas où il en a connaissance, la cour d'appel n'a pas donné de base légale à sa décision », RDBF mai-juin 1999, p.101, n° 5, obs. M. GERMAIN et M.-A. FRISON-ROCHE et avant, dans les mêmes termes, Com., 2 novembre 1994, Bull. civ. IV, n° 319, p. 60 ; Bull. Joly Bourse, 1995, p. 310, note J.-J. ESSOMBÉ-MOUSSIO ; Dr. sociétés mars 1995, n° 65, p. 12, note H. HOVASSE.

³ Com., 8 juillet 2003, *Sepeau c/ sté Ferri, Ferri et Germe* : Bull. Joly Bourse 2003, p.595, note L.RUET. Également, Com., 6 décembre 2005 : Juris-Data n° 2005-031396.

⁴ Com., 12 février 2008, n° 07-10038 : Juris-Data n° 2008-042783 : RDBF, mai-juin 2008, comm. 90, obs. S. TORCK (3e espèce); antérieurement dans le même sens: Com., 15 juin 1999, *Jules Atlani c/ Sté Transbourse* : n° 97-13388 : Juris-Data n° 1999-002558, pour un client qui disposait de sept années d'expérience. Le pourvoi fut rejeté dans les termes suivants : « attendu qu'après avoir énoncé exactement qu'une société de bourse est tenue d'informer son client des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme, en fonction de l'étendue des connaissances de celui-ci, et relevé que M. X... avait de 1983 à 1990 réalisé à une fréquence soutenue, quotidiennement à certaines périodes, des opérations de bourse sur le marché à terme, se livrant à une spéculation active et avait pu mesurer lui-même les conséquences de ces opérations, l'arrêt retient qu'il ne pouvait dès lors pas soutenir avoir ignoré les limites des opérations qu'il mettait en oeuvre par les ordres qu'il adressait à la société de bourse ; qu'en l'état de ces constatations et énonciations, la cour d'appel a légalement justifié sa décision ».

336. En résumé, l'appréciation de la qualité d'investisseur est évolutive et circonstanciée. Il n'est pas présumé du niveau de connaissances du client, qui doit être apprécié de manière concrète, compte tenu de la durée du rapport avec le prestataire et de ses aptitudes. Ces solutions ne sont qu'évoquées afin de mieux percevoir le problème de leur pérennité, qu'il faut aborder à présent. En effet, à cette approche concrète, la loi est venue substituer une approche par catégories de clientèles, auxquelles sont associées des obligations plus ou moins étendues, la prise en compte du niveau de connaissances du client dans la durée étant formellement subordonnée au respect de la procédure de changement de catégorie évoquée plus haut.

B. Vers l'abandon de la notion d'investisseur averti

337. La notion d'investisseur averti recèle des ambiguïtés irréductibles qui en rendent l'emploi incertain. Un auteur a affirmé que « *Cette "exception de compétence" ou "de connaissance", fait du client un investisseur averti* »¹. Un tel compte rendu ne nous paraît nullement à même de définir ce qu'est l'investisseur averti. La compétence et la connaissance ne sont nullement synonymes et leur adoption comme critères de l'investisseur averti n'a certainement pas les mêmes effets. La prise en compte de la connaissance effective du risque aura un tout autre effet sur la détermination de l'exécution de l'obligation que celle de la compétence du client. Il apparaît même que la substitution de la qualification légale de client professionnel à la notion prétorienne d'investisseur averti, traduit un délaissement de l'appréciation concrète de la connaissance du client, en faveur de la détermination abstraite de sa compétence.

338. À s'en tenir à la stricte formulation de l'attendu de l'arrêt *Buon*², l'atteinte au respect d'une égalité stricte des investisseurs dans leurs droits à l'information impliquait un traitement différencié des clients, qui n'était nullement fondé sur leurs qualités professionnelles ou sur leur expérience dans le domaine financier. Le périmètre de l'obligation d'information était uniquement fonction de la connaissance qu'avait le client du risque que comportait l'opération. L'investisseur averti pouvait ainsi être défini *prima facie*, comme celui qui est informé du risque que comporte l'opération. La qualité d'investisseur averti définissait son statut de façon négative : aucune information sur les risques ne lui était due dans ses relations avec le prestataire. L'obligation d'information était dépourvue d'objet, car l'investisseur disposait déjà de l'information nécessaire à la prise de décision. Une telle analyse faisait donc peser sur l'intermédiaire la lourde charge de déterminer concrètement la connaissance du risque par le client, soit, en somme, l'existence de son obligation. Cette observation a conduit

¹ H. CAUSSE, « Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier », in *Mélanges en l'honneur de Dominique SCHMIDT*, Joly Éditions, 2005, n° 28, p. 163.

² Com., 5 novembre 1991, préc. : « quelles que soient les relations contractuelles entre le client et sa banque, celle-ci a le devoir de l'informer, à l'origine des relations contractuelles, des risques encourus dans les opérations spéculatives des marchés à termes, hors les cas où il en a connaissance ».

la doctrine à observer que « *le respect du devoir d'information de l'intermédiaire ne s'apprécie pas in abstracto* »¹. Si la connaissance pouvait ainsi être déduite selon les circonstances de la compétence du client en matière financière, ainsi qu'il a été vu dans le développement précédent, il n'en restait pas moins que c'était la connaissance de l'information autrement exigible du prestataire qui devait être concrètement déterminée.

339. C'est compte tenu de la difficulté d'établir la réalité psychologique de la connaissance effective qu'avait le client des risques, qu'il est apparu nécessaire de forger un critère purement objectif de délimitation du champ de l'obligation. Loin de se situer sur le même plan, la détermination de la qualité du client, en considération de sa connaissance supposée ou de sa compétence reconnue, ne saurait être établie de la même manière². La détermination abstraite de la compétence constitue ainsi un remède à la difficulté d'établir concrètement la connaissance du risque d'investissement par le client. Le dispositif issu de la transposition de la directive MIF³ contient désormais des exigences précises concernant les informations à délivrer aux investisseurs, selon leur degré de compétence. S'appuyant sur la double responsabilité qui pèse sur les prestataires de services d'investissement, en cas de violation des règles de bonne conduite qui s'imposent sur eux, une partie de la doctrine considère que le détour par le droit commun de l'article 1147 du Code civil, et les références à la construction jurisprudentielle concernant la notion d'investisseur averti, sont devenus inutiles⁴. À l'inverse, d'autres auteurs semblent toujours faire référence à la notion et paraissent estimer qu'elle est de nature à éclairer l'application du nouveau dispositif⁵. Une telle incertitude pose la question, par référence particulière aux procédés de détermination du créancier de l'obligation et corrélativement, de la survie de l'obligation prétorienne de mise en garde⁶, issue de la jurisprudence fondée par l'arrêt *Buon*. L'admettre revient à dire de

¹ Note F. PELTIER, note sous Com., 23 février 1993, *Bull. Joly Bourse*, 1993, p. 296, n° 2.

² Ainsi qu'on l'a observé, si la connaissance du risque, élément dont la vérification ne peut être que concrète et subjective permet de déterminer l'obligation d'information, il faut bien admettre qu'en pratique, « cette connaissance peut être extérieure à l'information à laquelle est tenu l'intermédiaire », F. PELTIER, note précitée, n° 3.

³ Ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007, JORF du 13 avril 2007, en vigueur depuis le 1^{er} novembre 2007, prise en application de la loi d'habilitation n° 2007-212 du 20 février 2007, transposant les dispositions de nature législative de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 relative aux marchés d'instruments financiers. Pour une présentation du dispositif, A.-C. MULLER, « Modification de Règlement général AMF », *RDBF*, mai-juin 2007, comm. 129 ; M. STORCK, « Transposition législative en droit français de la directive relative aux marchés d'instruments financiers (MIF) », *RTD com.* 2007, p. 399 ; F. BUISSON, « La transposition de la directive européenne Marchés d'instruments financiers (MIF) en droit français », *RTDF* n° 2-2007, p. 6. Sur la directive, K. VUILLEMIN, « Libre propos sur la directive relative aux marchés d'instruments financiers 2004/39/CE », *Bull. Joly Bourse*, 2004, p. 578 ; M. GERMAIN et C. PÉNICHON, *LPA* 26 déc. 2005, p. 5 ; T. GRANIER, « Proposition d'une nouvelle directive concernant les services d'investissement et les marchés réglementés », *Bull. Joly Bourse*, 2003, p. 413.

⁴ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 390, p. 525 et s., égal. n° 454, p. 657. Au point d'ailleurs que la notion d'investisseur averti n'est pas même évoquée dans un important ouvrage spécialisé, qui se borne à présenter le dispositif issu de la transposition de la directive MIF, sans faire référence à la construction jurisprudentielle antérieure : A. COURET et H. LE NABASQUE, *op. cit.*, n° 178 et s., p. 117.

⁵ J.-M. MOULIN, « L'investisseur averti », in *Mélanges AEDBF-France V*, Revue Banque édition, 2008, p. 313.

⁶ J.-J. DAIGRE, « L'obligation prétorienne de mise en garde a-t-elle vocation à survivre ? » ; *RTDF*, n° 4 – 2009, p. 108. Cette interrogation a également été soulevée par J. STOUFFLET et S. DUROX, « Observations sur le

manière implicite que l'appréciation de la notion d'investisseur averti est bien différente de celle de la qualité de client professionnel. Et l'on ne peut que souscrire à cette observation. En effet, le dispositif de catégorisation des clients implique que ceux-ci, quels qu'ils soient, bénéficient d'une certaine information minimale concernant le service ou l'instrument proposé, information dont les qualités sont définies de manière identique par l'article L.533-12 du Code monétaire et financier. La loi, précisée par le Règlement général AMF, va elle-même déterminer l'étendue de l'information à communiquer au client en fonction de la catégorie de clientèle dont il relève, compte tenu de sa compétence. Une information est due à toutes les catégories de clients, mais les clients professionnels sont, eux, présumés avoir connaissance des risques inhérents aux instruments financiers. Cela a déjà été amplement précisé.

340. Ainsi, dans le droit issu de la transposition de la directive relative aux marchés d'instruments financiers, l'appréciation des compétences du client implique son inclusion au sein d'une catégorie de clientèle, à laquelle correspond une obligation d'information plus ou moins grande, pesant sur le prestataire. L'inclusion dans une catégorie fixe ainsi l'étendue des obligations qui pèsent sur le prestataire *a priori*, contrairement à ce qu'il en était dans la jurisprudence antérieure qui, comme il a été vu, avait retenu que l'investisseur, profane lors de la conclusion du contrat, pouvait être qualifié d'investisseur averti, compte tenu de la durée et de l'importance des relations entretenues avec le prestataire. Le nouveau cadre législatif et réglementaire¹ a justement pour objet d'encadrer une telle évolution, par le biais du dispositif du changement de catégorie, qui reste en définitive une décision prise par le prestataire. Ainsi que cela a été observé, « *le législateur a entendu imposer aux professionnels de donner aux contrats les liant aux utilisateurs de leurs services un certain contenu que l'AMF est chargée de préciser dans son règlement général. Lorsqu'ils auront à apprécier la diligence dont a fait preuve un professionnel dans une prestation de services d'investissement, les tribunaux devront donc indiscutablement se référer aux normes définies par le RG AMF* »².

341. Le problème par rapport à la jurisprudence antérieure se déplace. En l'absence de critère fixe, l'acquisition progressive de la qualité d'investisseur averti impliquait une analyse diagnostique pour les juges. Désormais, les connaissances gagnées par un client de détail ne laissent pas la liberté au prestataire de réduire progressivement les informations qu'il doit. La diminution de la protection du client passe par la procédure de changement de catégorie, telle

dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement », in *Mélanges AEDBF-France V*, Revue Banque édition, 2008, n° 99, p. 442 : « La construction jurisprudentielle devient-elle sans objet et caduque ou doit-on considérer que la réglementation nouvelle repose sur les mêmes principes que la jurisprudence et que le devoir jurisprudentiel de mise en garde conserve toute sa valeur et son utilité, la classification systématique des clients ayant seulement pour intérêt d'en faciliter la mise en œuvre ? »

¹ Ainsi qu'on le verra, les sources légales et réglementaires et la dimension professionnelle des obligations qui pèsent sur le prestataire sont, à cet égard, sans incidence sur la mise en œuvre de sa responsabilité contractuelle : cf. *infra* n° 386 et s.

² J. STOUFFLET et S. DUROX, « Observations sur le dispositif de classification des clients... », préc., n° 101-102, p. 442.

qu'elle a été décrite plus haut, et avec les réserves qui ont été évoquées. La réduction progressive, dans la durée, des informations communiquées au client de détail, à défaut de changement de catégorie, constituera une faute de nature à engager la responsabilité du prestataire. Le client de détail n'est en effet pas présumé connaître ni correctement appréhender les risques qu'il prend à l'occasion d'une décision d'investissement. En pareille hypothèse, il n'est toutefois pas possible d'exclure *a priori* que la notion d'investisseur averti puisse trouver application pour écarter la responsabilité du prestataire qui n'aurait pas exécuté l'obligation de mise en garde qui pèse sur lui. Il a en effet été relevé que «*face à un investisseur averti, personne physique, qui n'aurait pas demandé sa classification comme client professionnel, le prestataire pourrait se dispenser de la mise en garde en arguant que l'adaptation au niveau de connaissance du client l'a naturellement conduit à supprimer l'information sur les risques* »¹. En d'autres termes, là où la preuve de l'inutilité concrète de la mise en garde sur les risques pourrait être apportée par le prestataire, compte tenu de la connaissance que le client avait du risque, il est concevable de faire jouer la notion prétorienne, en la juxtaposant au dispositif de catégorisation des clients institué par le Code monétaire et financier et par le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Cette solution a pour avantage de ne pas faire peser sur le prestataire une présomption irréfragable de responsabilité à l'égard de son client non professionnel. Elle présente cependant comme inconvénient de rendre le système fort complexe, en laissant perdurer les incertitudes liées au critère jurisprudentiel, que le nouveau dispositif permet précisément de corriger.

342. En somme, il paraît préférable de ne fonder la responsabilité du prestataire que sur les textes spéciaux, dont l'objectif consiste précisément à établir une mesure constante des compétences du client et de sa juste appréciation des risques, selon des critères et des procédures qui s'imposent au prestataire dans toutes les situations. C'est d'ailleurs en ce sens que semble s'orienter la jurisprudence la plus récente, qui n'a pas attendu la transposition de la directive MIF pour faire référence aux textes spéciaux – l'ancien article 533-4 du Code monétaire et financier², «*l'article 1147 du Code civil n'étant plus visé qu'en ce qu'il oblige le prestataire à réparer les conséquences dommageables de sa faute* »³.

Il est donc souhaitable, tant pour des raisons d'opportunité que de cohérence à l'égard des finalités du nouveau dispositif de catégorisation des clients⁴, que soit abandonnée la

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 390, p. 527.

² Com., 31 janvier 2006 préc., également sur cet arrêt et son visa, L. DUMOULIN, « le devoir de mise en garde de l'investisseur », *RDBF* nov.-déc. 2007, n° 16, p. 106-107.

³ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 390, p. 528.

⁴ J. STOUFFLET et S. DUROX, « Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement », in *Mélanges AEDBF- France V*, Revue Banque édition, 2008, n° 102, p. 443, qui notent « qu'en imposant aux prestataires de services d'investissement une catégorisation de leurs clients et partenaires qu'avait précédemment esquissée la jurisprudence, le nouveau dispositif législatif et réglementaire a eu le même objectif, à savoir permettre aux investisseurs d'évaluer le risque des opérations sur instruments financiers ». Plus précisément, on pourrait ajouter que le nouveau dispositif tend à déterminer les conditions permettant au prestataire d'apprécier, sous sa responsabilité, la bonne évaluation du risque par l'investisseur.

construction jurisprudentielle de la notion d'investisseur averti. Délimitation nécessaire de l'étendue de l'obligation de mise en garde du prestataire dans le cadre du droit commun de l'obligation d'information, la notion d'investisseur averti constituerait aujourd'hui, sinon un inutile doublon, du moins un facteur excessif de complication associé aux règles de bonne conduite qui déterminent les obligations d'information qui pèsent sur le prestataire, en tenant précisément compte des différentes catégories de clientèle, en fonction de leurs connaissances des risques liés à l'investissement.

343. *CONCLUSION DU CHAPITRE I* - L'information de l'investisseur remplit une fonction traditionnelle d'éclairage du consentement qui lui confère une dimension protectrice, dont la raison d'être n'est toutefois pas assimilable à la protection du consommateur. Si l'information conserve en droit des instruments financiers une dimension protectrice de l'investisseur en ce qu'elle tend à éclairer sa décision d'investissement, elle ne repose pas sur l'existence d'un déséquilibre entre les parties au contrat.

À ce titre, le rapprochement nécessaire du droit de la consommation et du droit des instruments financiers, en relation à certains procédés de distribution, n'a qu'une portée réduite. Davantage qu'une inclusion du droit des instruments financiers dans le droit de la consommation, l'intervention des règles consuméristes met en lumière le besoin de protection particulier qui résulte du recours à certains procédés de distribution. Si l'investisseur reçoit la qualification de consommateur dans le dispositif, la spécificité des instruments financiers perdure en limitant le bénéfice d'un délai de rétractation. Ainsi, même au sein du droit de la consommation, la distribution de produits financiers conserve une spécificité. Au-delà de ces procédés, l'assimilation n'est plus possible. Bien que l'information conserve sa fonction générique de protection du consentement, son rattachement à un ordre public de protection s'opère sur un fondement différent. Au déséquilibre inféré de la position relative des parties au contrat se substitue la prise en compte du risque attaché à l'objet de la prestation de service d'investissement. Fondée objectivement, la nécessité d'une information individuelle sur le risque d'investissement n'est ainsi réductible ni à la protection, ni à la direction, mais en réalise une synthèse propre au droit des instruments financiers. À l'inverse du droit de la consommation, le droit des instruments financiers élabore la protection de l'investisseur en affirmant une primauté de l'objet sur le sujet dans la détermination de l'obligation d'information. La fonction de description du risque prévaut sur la logique de protection de la partie faible.

À partir de cette observation, on comprend qu'il n'est pas possible d'assimiler l'investisseur à un consommateur. Dégagée par la jurisprudence, la distinction entre investisseurs avertis et profanes est aujourd'hui remplacée par un dispositif élaboré de catégorisation des clients des prestataires de services d'investissement. Le statut juridique du client révèle que son accès à

l'information n'est pas déterminé à partir de la qualité de professionnel de l'autre partie au contrat, comme il en est en droit de la consommation. Cet accès est strictement limité à l'utilité de l'information, en considération de la compétence du client. A ce titre, la qualité de client, contrairement à la qualification de consommateur, n'est pas d'ordre public. Les investisseurs peuvent eux-mêmes évaluer leur besoin de protection et y renoncer, sous le contrôle du prestataire. À leur protection se substitue alors un pouvoir de direction de l'intermédiaire qui, s'il tend à la préservation des intérêts des clients, renforce son pouvoir de négociation. Si la distinction entre investisseurs profanes et avertis pour délimiter l'obligation de mise en garde de l'intermédiaire procédait de la même logique, les difficultés liées à sa mise en œuvre ont conduit à préconiser son abandon définitif, au profit du dispositif légal de catégorisation des clients dont l'application *a priori* permet une plus sûre détermination des obligations du prestataire.

CHAPITRE II

LA TENEUR DE L'OBLIGATION D'INFORMATION INDIVIDUELLE

344. Le dispositif légal et réglementaire d'obligations d'information à la charge des intermédiaires financiers, qui s'est substitué à l'obligation prétorienne de mise en garde, tend à assurer la réalisation d'une description du risque d'investissement nécessaire aux prises de décision des investisseurs. La prise en compte du besoin de protection de la partie faible n'en est qu'une raison incidente. Le droit positif confère aux obligations d'information qui pèsent sur les professionnels une dimension objective, caractéristique du droit financier. La dimension protectrice de l'information qui doit être communiquée aux investisseurs prend une telle dimension objective, compte tenu du risque lié à l'objet sur lequel porte la prestation de l'intermédiaire.

Son importance dans la prise de décisions conduit alors à interroger les conséquences de son défaut. L'étendue de la responsabilité du prestataire ne saurait être déterminée qu'à partir de la place qu'occupe l'information sur le risque d'investissement, qui constitue la principale caractéristique des instruments financiers, sur laquelle les investisseurs ont vocation à être éclairés.

C'est alors aux questions suivantes qu'il s'agit d'apporter une réponse. De quelle manière se réalise la description du risque ? Comment déterminer le préjudice résultant de son défaut ? L'information individuelle relative au risque d'investissement repose sur un dispositif complexe d'obligations d'intensité variable, conduisant à un échange d'informations entre le prestataire et son client, qui trouve son fondement dans un objet commun. Cette affirmation sera justifiée par l'analyse du dispositif d'information individuelle (Section I). Une fois présentée l'exigence commune satisfaite par l'ensemble des obligations mises à la charge des prestataires de services d'investissement, il conviendra d'analyser, compte tenu de son importance dans la décision d'investissement, la sanction civile liée à leur inexécution (Section II).

SECTION I : Le dispositif d'information individuelle

345. Avec l'ordonnance du 12 avril 2007, transposant en droit interne la directive 2004/39/CE relative aux marchés d'instruments financiers, les règles de conduite applicables aux

prestataires de service d'investissement, dans leurs relations avec leurs clients, ont été considérablement augmentées et enrichies¹. Le dispositif français en matière d'obligations d'informations dues par le prestataire au client figure aux articles L.533-11 à L.533-16² du Code monétaire et financier, qui reprennent pour l'essentiel l'article 19 de la directive MIF³. Ces dispositions figurent dans une section 5 consacrée aux règles de bonne conduite⁴, l'article L.533-16, alinéa premier, conférant au règlement général AMF le soin de préciser les conditions d'application des dispositions précédentes⁵. Ainsi, dans le cadre de la détermination des obligations des prestataires de services d'investissement, qui fait l'objet du chapitre III, figurent les règles de bonnes conduites qui comprennent les dispositions précitées, relatives à l'information. Des obligations d'information sont imposées au prestataire lors de la conclusion du contrat et au cours de son exécution. Elles concernent ainsi les clients et « *notamment les clients potentiels* ». C'est cette dernière précision, fréquemment employée par les dispositions du Code monétaire et financier issue de l'ordonnance de 2007⁶, dont il convient d'envisager la portée, en ce qu'elle tend fondamentalement à situer sur le même plan l'obligation précontractuelle et l'obligation préopérationnelle. Visant tant les clients potentiels que les clients actuels, cette information semble être une nécessité commune à la phase de formation du contrat et aux opérations ultérieures liées à son exécution.

La présentation des fondements et évolutions du droit positif met en lumière la place centrale qu'occupe le risque inhérent aux instruments financiers dans la détermination des obligations d'information qui pèsent sur le prestataire de services d'investissement (§1). Ce fondement établi, on se concentrera sur ce qui constitue l'élément caractéristique du dispositif en vigueur. Dans le cadre du rapport de prestation de services d'investissement, la description du risque d'investissement suppose sa mise en relation avec la situation particulière du client. Il

¹ Aux règles issues de la directive-cadre, inscrites aujourd'hui pour l'essentiel dans la partie législative du Code monétaire et financier, s'ajoutent celles provenant de la directive d'application et du règlement portant mesure d'exécution, désormais inscrites dans le RG AMF. Suivant la procédure de comitologie, le droit communautaire, élaboré dans le cadre du plan d'action pour les services financiers, procède par strates. L'organisation des sources en droit interne est ainsi le reflet de la construction du dispositif communautaire : v. R. VABRES, *Comitologie et services financiers - Réflexions sur les sources européennes du droit bancaire et financier*, préf. T. BONNEAU, Dalloz, 2009.

² Dans leur rédaction, telle qu'elle résulte actuellement de l'Ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007, entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007. Les articles L.533-11 à L.533-13 ont ainsi été modifiés, les articles L.533-14 et suivants ayant été créés par l'ordonnance précitée.

³ Appelé à connaître des modifications importantes par la *Proposition de directive* COM(2011) 656 final du 20.10.2011. Son contenu est repris dans deux dispositions de la proposition qui, en vertu de la nouvelle numérotation, figurent à ses articles 24 et 25.

⁴ Plus précisément, les dispositions qui suivent figurent dans la Sous-section I : Dispositions communes à tous les prestataires de services d'investissement.

⁵ « ainsi que du caractère professionnel ou non du client, notamment du client potentiel », poursuit le même alinéa, précision qui fera l'objet d'une discussion dans la section II du présent chapitre.

⁶ L'extension de la protection recherchée des investisseurs aux clients potentiels figure au nombre des objectifs et mécanismes introduits par la directive 2004/39/CE, dont le considérant 35 énonce que l'entreprise d'investissement devrait demander au client ou client potentiel son accord à la politique d'exécution ainsi qu'à la possibilité que les ordres soient exécutés en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF, dès l'établissement de la relation commerciale. L'article 19, paragraphe 3 dispose ensuite qu'il revient aux entreprises d'investissement de communiquer des informations sous une forme compréhensible à leurs clients ou clients potentiels.

en résulte que le droit des instruments financiers accorde une place essentielle à l'échange d'informations entre le client et le prestataire (§2).

§1 Les origines de l'obligation d'information sur les risques

346. Il convient d'illustrer la place essentielle qu'occupe la prise en compte du risque d'investissement aux fins de la détermination de l'obligation d'information, en retraçant brièvement l'évolution du droit positif. Ce faisant, il sera observé comment le droit positif est passé de la simple affirmation de l'existence d'une obligation d'information à la charge de l'intermédiaire, à l'institution d'une obligation de s'informer pour connaître son client. Seront rappelées les origines prétoriennes de l'obligation d'information due aux investisseurs sur le risque d'investissement (A), pour apprécier de quelle manière son champ d'application a été précisé par le biais de sa consécration législative (B).

A. La construction prétorienne de l'obligation d'information individuelle

347. Le compte rendu le plus fidèle et compréhensif de la jurisprudence qui va être exposée est délicat. Se fondant initialement sur un devoir d'information portant sur les risques encourus à l'occasion d'opérations spéculatives sur les marchés à terme, la jurisprudence, a par la suite, évoqué selon les cas un devoir ou une obligation de mise en garde ou de conseil, en relation à des opérations à terme comme au comptant, sans qu'il paraisse possible de déterminer avec exactitude ce qui constitue une opération spéculative. En somme, ce que la jurisprudence a patiemment construit, sans souci de cohérence terminologique, peut être génériquement défini comme *une obligation d'information mise à la charge de l'intermédiaire financier portant sur le risque d'investissement*.

348. Bien qu'on la présente comme la décision de principe, l'arrêt *Buon*¹ a toutefois connu un prédécesseur dans celui, également rendu par la chambre commerciale le 28 octobre 1974². Dans cette dernière affaire, le client d'une banque avait fait exécuter des opérations en achat à termes et en reports, sans qu'ait été exigée la couverture imposée. Ce ne fut qu'après avoir constaté des pertes que l'établissement de crédit exigea la couverture, en avertissant son client

¹ Com., 5 novembre 1991, *Bull.* IV, n°327, p. 227 ; *RJDA*, 1/92, n°68 ; *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 296, note F. PELTIER.

² Com., 28 octobre 1974, *Sebag c. Banque populaire* : *JCP* 1976, II, 18 251, note BOITARD ; *D.* 1976, jurispr. p.373, note DECAMME ; *RTD com.* 1975, p. 343. Sur cet arrêt, voir également H. CAUSSE, « Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier », in *Mélanges en l'honneur de Dominique SCHMIDT*, Joly Éditions, 2005, n° 3, p. 149-150 ; L. DUMOULIN, « Le devoir de mise en garde de l'investisseur », *RDBF*, nov.-déc., 2007, n° 7, p. 103.

qu'à défaut de s'exécuter, il serait procédé au dénouement de sa position, ce qui fut le cas. La liquidation de ses positions causa au client de nouvelles pertes. Celui-ci fut alors poursuivi par la banque en paiement des sommes dues. Le client ayant excipé du manquement de la banque à ses obligations, la cour d'appel ne le condamna qu'à payer la moitié de la créance due à la banque, estimant les responsabilités partagées. Un pourvoi fut alors formé par le client, dont l'un des moyens résidait dans la pluralité des faits délictueux reprochés au professionnel, au nombre desquels figurait « *l'omission de renseigner préalablement son client sur le marché à terme et ses risques* ». De manière générale, la question posée à la chambre commerciale résidait dans la détermination de l'étendue de la faute imputable à la banque, au titre des différents manquements constatés à ses obligations. Pour rejeter le pourvoi et valider l'analyse des juges du fond, la Cour de cassation retient que le fait d'avoir permis au client « *dont le compte était débiteur, de poursuivre des opérations spéculatives inconsidérées sans le renseigner suffisamment comme elle en avait le devoir, sur les risques qu'il encourait* », constituait une faute qui lui avait été préjudiciable. Toutefois, pour modérer l'étendue de la responsabilité de la banque, l'arrêt se fonde sur la considération que la faute de la banque n'était pas la cause unique du dommage, souffert par le client, qui « *avait une connaissance parfaite des opérations de bourse* » et qui était ainsi « *averti de la pratique boursière, l'ayant utilisée avec des agents de change avant les opérations litigieuses* ». Ainsi, pour fonder un partage des responsabilités au titre des pertes subies par le client, cet arrêt s'appuie sur le diptyque qui sera repris par l'arrêt *Buon*, tenant à la nature des opérations en cause et aux connaissances du client. Rétrospectivement, la solution paraît originale, en ce que la qualité d'investisseur averti vient mitiger les conséquences de l'inexécution du « devoir de renseignement » sur le risque des opérations à terme qui pesait sur la banque, alors même que les connaissances du client quant aux risques de l'opération litigieuse n'ont pas été constatées¹. Le raisonnement apparaît néanmoins similaire. Le fondement du devoir de renseignement réside dans le risque que comporte l'opération, mais sa mise en œuvre – en l'occurrence au plan des conséquences de son inexécution – est modérée par les connaissances qu'en avait l'investisseur.

349. L'évocation de l'attendu de l'arrêt *Buon*² en révèle aujourd'hui tant l'obsolescence que l'importance fondatrice. Évoquant les banques là où l'on envisagerait les prestataires

¹ Il a été précisé par la jurisprudence postérieure à l'arrêt *Buon*, que la qualité d'investisseur averti doit s'apprécier *in concreto*, en relation à l'opération en cause, et non de manière générale, à partir d'une connaissance générale des risques inhérents à la spéculation sur le marché à règlement mensuel : Com., 23 février 1993, *Crédit industriel de l'Ouest c/ Chassagnard et autre*, préc., à propos d'opérations de stelling.

² Selon lequel, « *quelles que soient les relations contractuelles entre les clients et sa banque, celle-ci a le devoir de l'informer, à l'origine des relations contractuelles, des risques encourus dans les opérations spéculatives des marchés à termes, hors les cas où il en a connaissance* ». Comme on l'a observé, « *Le domaine de cette obligation de mise en garde était ainsi triplement précisé : l'information était due «*quelles que soient les relations contractuelles* », autrement dit, peu important le service fourni ; mais seulement lorsque les opérations envisagées étaient spéculatives sur les marchés et que le client était un client «*non averti* », T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 390, p. 525.*

d'investissement, les relations contractuelles, là où sont envisagés les différents services d'investissement, et les opérations spéculatives sur les marchés financiers, là où le Code monétaire vise désormais les instruments financiers dans leur ensemble, l'attendu de l'arrêt *Buon* apparaît plus que dépassé, du fait qu'il ne s'appuie sur aucune des catégories juridiques autour desquelles se construit le droit en vigueur¹.

350. En raison précisément de son imprécision technique, il présente cependant, replacé dans le contexte actuel, l'intérêt notable de fournir une exposition simple du champ d'application de l'obligation d'information. On pourrait synthétiser la formule en disant que les intermédiaires financiers sont débiteurs d'une obligation d'information à l'égard de leurs clients, compte tenu du risque attaché aux opérations sur instruments financiers et de la connaissance qu'en ont lesdits clients². Bien qu'élargie à un périmètre plus large que celui visé dans l'arrêt *Buon*, relatif aux opérations spéculatives sur les marchés à terme, une telle reformulation permet de rendre compte de la logique interne d'une jurisprudence désormais ancienne, qui coïncide avec les principales dispositions du droit positif en la matière. Si cet arrêt constituait, à l'époque où il a été rendu, un aboutissement de la jurisprudence antérieure³, relative à l'interprétation de l'article 61 du décret du 7 octobre 1890, faisant interdiction au donneur d'ordre de se prévaloir à quelque titre que ce soit de l'absence de couverture légale constituée chez son intermédiaire financier, son apport aux fins de notre démonstration consiste à avoir posé de manière indiscutable l'obligation d'information de l'intermédiaire à l'égard du donneur d'ordre. En cela, cet arrêt permettait, dans le respect de la prohibition de l'article 61 précité, de fonder la recherche de la responsabilité de l'intermédiaire au regard de l'information fournie au client⁴.
351. La jurisprudence a repris le critère posé par l'arrêt *Buon*, sinon dans sa lettre, du moins dans son esprit. La solution posée par l'arrêt *Buon* semblait en effet restreinte « *aux opérations spéculatives sur les marchés à terme* ». Elle était ainsi écartée lorsque l'investissement en cause n'apparaissait pas spéculatif⁵. Les arrêts ultérieurs rendus par la Cour de cassation ont

¹ H. CAUSSE, « Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier », in *Mélanges en l'honneur de Dominique SCHMIDT*, Joly Éditions, 2005, n° 6-9, p. 152-153.

² Dans l'affaire *Buon*, après renvoi, la Cour de cassation a validé l'analyse de la Cour d'appel d'Angers qui, dans un arrêt du 14 mai 1993, écarte la responsabilité de la banque, en prenant en compte « la solide expérience de la bourse et des risques des opérations à terme » de M. Buon, acquise pendant la période d'exécution du contrat. M. Buon est ainsi qualifié d'investisseur averti : Com., 27 janv. 1998, *Banque & Droit*, mars-avril 1998, p. 31, obs. H. de VAUPLANE.

³ F. PELTIER, *Bull. Joly Bourse*, 1993, p. 296 et s. et références citées note 4.

⁴ *Ibid.*

⁵ Rejetant l'existence d'une « obligation particulière d'information sur le risque encouru », à la charge d'un établissement financier, en relation à des titres de fonds commun de placement négociés hors d'un marché à terme, CA Paris, 26 mars 1999, n° 1997/04474, *Dubosq c/ Union financière de France* : *Bull. Joly Bourse*, 1999, p. 461, note H. de VAUPLANE. Un auteur note ainsi, à propos d'un arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 18 mai 1993, que « seuls les marchés à terme sont visés en raison de leur haute charge de volatilité », I. NAJJAR, *D.* 1994, p. 142. Concluant ainsi cette note, l'auteur note également qu'« [i]l reste néanmoins, quelle que soit l'information du client, que dans les marchés à termes, effacer l'impondérable reste hypothétique. Plus l'aléa est évident, plus l'information s'avère impérieuse ».

opéré un élargissement de la solution¹, en faisant référence à la notion générique d'opération spéculative², puis d'information spécifique sur les risques encourus³. Le risque que comporte l'investissement est ainsi devenu le fondement de l'obligation d'information, et plus spécialement de mise en garde⁴ à la charge de l'intermédiaire.

352. Dans ses modalités de transmission, la jurisprudence a ensuite opéré une extension de l'information sur les risques aux documents publicitaires, en imposant aux intermédiaires une obligation accessoire de cohérence, dans le domaine particulier de la commercialisation de parts ou actions d'OPCVM. Cette exigence additionnelle s'est construite en deux temps. La responsabilité des personnes en charge de la commercialisation a d'abord paru exclue, en relation aux informations contenues dans des documents publicitaires relatifs à la souscription de parts de fonds communs de placement dans l'affaire *Bénéfic*. La portée de la solution ainsi adoptée dans cinq arrêts de la chambre commerciale du 19 septembre 2006⁵, était toutefois délicate à déterminer. Dans ces différentes espèces, la Poste se trouvait partie au litige, tant comme distributeur que comme promotrice de l'opération, par l'entremise de la société de gestion en charge du fonds commun de placement, qui se trouvait être l'une de ses filiales⁶.

¹ Sur les incertitudes et hésitations de la chambre commerciale en relation au caractère spéculatif de l'opération fondant l'obligation de mise en garde, la note de T. BONNEAU, *Dr. sociétés*, janv. 2007, comm. 13, obs. précitées sous Com. 19 septembre 2006, n° 05-14343, *La Poste c/ Rigaut*.

² Un récent arrêt de la chambre commerciale énonce ainsi qu'une mise en garde s'impose pour « les opérations spéculatives présentant un risque particulier que le client n'est pas en mesure d'apprécier », Com., 5 février 2008, n° 06-21.513 : *Juris-data* n° 2008-0042695 ; ultérieurement, Com., 9 novembre 2010, pourvoi n° 09-71065.

³ Com. 30 novembre 2010, pourvoi n° 09-70810, *Sté Farrucci c/ JP Morgan AM et L&D money finance* : *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 185, note I. RIASSETTO ayant retenu, pour rejeter le pourvoi formé par le prestataire teneur de compte et transmetteur d'ordres en relation à la souscription de parts d'OPCVM au comptant, que le client « aurait dû recevoir une information spécifique sur les risques encourus avant la signature des contrats et non postérieurement à celle-ci dès lors qu'[il] n'était pas un investisseur averti ». Comme l'observe l'auteur de la note précitée, « [s]i l'opération spéculative est définie comme celle qui expose son auteur à un risque de perte supérieur à son investissement initial, la souscription de parts n'en est pas une, car s'il existe bien un risque de perte, celui-ci est limité au montant de l'investissement » ; égal., *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 24, spéc., n°23, note I. RIASSETTO et M. STORCK sous Com., 19 septembre 2006, n° 05-14344, *affaire Bénéfic*. En revanche, l'obligation de mise en garde du banquier reste limitée aux opérations spéculatives, ce qui l'exclut en relation à la souscription d'un contrat d'assurance-vie : Com., 7 juillet 2009, n° 08-18194, *Bel c/ SA Société Générale* : *RDBF*, nov.-déc. 2009, comm. 199, note D. DJOUDI.

⁴ L. DUMOULIN, « Le devoir de mise en garde de l'investisseur », *RDBF*, nov.-déc., 2007, p. 102 et s. et les références des arrêts prenant appui sur la notion de mise en garde, n° 7, p.102.

⁵ Com., 19 septembre 2006, pourvois n° 05-15304, 05-15305, 05-14343, 05-14344 et 04-19522 : *D.* 2006, p. 2395, obs. X. DELPECH ; *Banque* 2006, n° 685, p. 80, obs. J.-L. GUILLOT et M. BOCCARA ; *Banque & Droit* 2006, n° 110, p. 46, obs. F. BUISSIÈRE ; *Banque & Droit* 2006, n° 110, p. 27, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS et J.-P. BORNET ; *JCP G* 2006, II, 10201, note A. GOURIO ; *JCP E* 2006, 40, obs. N. MATHEY ; *RLDA* 2006/11, n° 628, note A.-D. MERVILLE ; *Gaz. Pal.* 24 nov. 2006, p. 35, note H. VRAY ; *Dr. sociétés* janv. 2007, comm. 13, obs. T. BONNEAU ; *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 24, note I. RIASSETTO et M. STORCK. Sur la décision initiale de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers du 15 décembre 2005, *RTDF* n° 1, 2006, p.156, obs. N. RONTCHEVSKY.

⁶ Démêlant cet écheveau, I. RIASSETTO et M. STORCK, dans leur note sous l'arrêt Com. 19 sept. 2006, n° 05-14344, *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 24. La difficulté ainsi résumée par un auteur tenait à ce que « dans ces procédures portant sur les produits Bénéfic-La Poste, les juges du fond n'ont pas clairement dissocié le rôle joué par le promoteur du fonds et par les commercialisateurs, identifiés tous ensemble sous le dénominateur commun La Poste, qui avait le contrôle de toute la chaîne de cet OPCVM », M. STORCK, note sous Com., 19 janv. 2010, pourvoi n° 09-10627, *RDBF* n°2, mars 2010, comm. 77.

En outre, les obligations d'information, imposées la personne en charge de la commercialisation de parts ou d'actions d'OPCVM, relèvent de dispositions spéciales inscrites, à l'époque des faits, dans les articles 33 et 33 bis du règlement COB, n° 89-02, relatifs aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières. La chambre commerciale avait conclu que la référence au seul document publicitaire ne permettait pas d'établir une violation du devoir de conseil, alléguée par l'un des pourvois¹. En relation à la commercialisation de parts ou actions d'OPCVM, il n'y avait pas eu violation des obligations pesant sur le commercialisateur parce que l'information des investisseurs avait été assurée par la notice d'information². Peu importait, dès lors, l'insuffisance de l'information sur les risques figurant dans le document publicitaire. « Or, comme le remarque un auteur, *il convient de ne pas confondre l'information sur les risques qui doit figurer dans le prospectus, celle qui doit figurer dans des documents publicitaires avec celle que doit donner le distributeur dans sa relation avec le client* »³.

Ce n'est que par la suite, dans un arrêt de la chambre commerciale du 24 juin 2008⁴, qu'a été imposé au commercialisateur de parts de fonds communs de placement d'assurer que la publicité délivrée soit « cohérente avec l'investissement proposé » et mentionne « le cas échéant les caractéristiques les moins favorables et les risques inhérents aux options qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés », selon les termes de l'article 33 du règlement COB n° 89-02 repris dans son attendu. L'arrêt poursuit en énonçant que « l'obligation d'information qui pèse sur ce professionnel ne peut être considérée comme remplie par la remise de la notice visée par la Commission des opérations de bourse lorsque la publicité ne répond pas à ces exigences ». L'obligation accessoire de cohérence⁵ procède donc d'une dissociation du document publicitaire avec le document d'information collective constitué par la notice d'information. Cette dissociation, nécessaire pour établir la responsabilité du commercialisateur liée à la publicité qu'il réalise, tend à assurer que le contenu du document publicitaire ne révèle aucun écart avec la description du risque attaché à l'investissement proposé dans ce qui est aujourd'hui le document d'information clé. Ce

¹ Com., 19 septembre 2006, pourvoi n° 05-14344 précité.

² Devenue prospectus simplifié et, désormais, document d'information clé des investisseurs : cf. *supra*, n° 218.

³ M. STORCK, note sous Com. 19 janv. 2010, pourvoi n° 09-10627, *RDBF*, mars-avril 2010, comm. 77.

⁴ Com. 24 juin 2008, pourvoi n° 06-21798, *Aubin c/ Caisse d'épargne et de prévoyance Île-de-France Paris* : *Bull. civ. IV*, 2008, n°127 ; *D.* 2008, p. 1892, obs. X. DELPECH : *RDBF*, sept.-oct. 2008, ét. 20, note M. ROUSSILLE ; *Banque & Droit* 2008, n° 112, p. 23, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS et J.-P. BORNET ; *Banque & Droit*, 2008, n° 121, p. 70, obs. F. BUISSIÈRE ; *JCP G* 2008, II, 10160, note N. MATHEY ; *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 398, note H. GUYADER ; *RTD com.* 2008, p. 590, obs. M. STORCK ; *RLDA* 2008/30, n° 1797, obs. S. PIELDELIÈVRE ; *Adde* H. CAUSSE, « Responsabilité boursière : nouvelle donne pour la distribution financière et la gestion de patrimoine », *RDBF*, juill.- août 2008, ét. 17, p. 40.

⁵ Sur la différence de cette obligation de cohérence par rapport à l'exigence de cohérence relative au contenu du prospectus permettant l'obtention d'un visa de l'AMF, cf. *supra* n° 158.

principe a d'ailleurs par la suite été appliqué dans d'autres décisions concernant la commercialisation des parts du fonds *Bénéfic*¹.

353. Aboutissement de la construction, l'obligation de mise en garde étant fondée sur la détermination du risque lié à la décision d'investissement, la jurisprudence en a parallèlement élaboré les modalités d'exécution de manière à en accroître la pertinence. La description du risque suppose la mise en relation de l'investissement envisagé avec la situation concrète du client. La dimension risquée d'une opération est fonction des possibilités patrimoniales, de l'expérience et des objectifs poursuivis par le client. Le droit positif s'est ainsi enrichi d'une obligation de s'informer pesant sur le prestataire de service d'investissement et permettant la correcte exécution de son obligation de mise en garde. C'est l'association d'une obligation d'informer le client à une obligation de connaître le client qui a marqué l'introduction en droit français d'un dispositif légal de règles de bonne conduite applicables aux prestataires de services d'investissement.

B. La consécration légale de l'obligation d'information individuelle

354. Le dispositif est aujourd'hui éminemment dense et élaboré par rapport à ce qu'il était sous l'empire de la Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, qui a transposé la directive services d'investissement de 1993², dont le contenu figurait à l'article L.533-4 du Code monétaire et financier³, antérieurement à l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 12 avril 2007⁴. La rédaction des dispositions de l'article L.533-4⁵ ne fut que faiblement modifiée par rapport à leur version d'origine, au cours des dix années où elles constituèrent le droit positif en la matière. Ces dispositions énonçaient sous forme de liste les règles de conduite qui s'imposaient aux prestataires de services d'investissement (alinéa premier), afin de garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations. Les règles d'information énoncées, relatives aux relations entre les prestataires et leurs clients, figuraient aux numéros 4 et 5 de l'article et obligeaient les premiers à s'enquérir de la

¹ Com. 19 janv. 2010, pourvoi n° 09-10627, *Fellah c/ Banque Postale* : *RDBF*, mars-avril 2010, comm. 77, note M. STORCK, note qui comprend une évocation des principales décisions rendues dans l'affaire *Bénéfic*.

² Directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, relative aux services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, JOCE, L.141 du 11.06.1993. Le texte de transposition est fidèle à celui de la DSI, elle-même largement inspirée par les travaux antérieurs de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières, et tout spécialement le Rapport du groupe de travail n°8 de l'OICV « Principes internationaux de déontologie financière », sur lequel suppl. au *Bull. COB* n° 244, févr. 1991. Pour une présentation d'ensemble de la directive, voir H. SYNDET, « La directive « services d'investissement » : première lecture », *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 545. Sur ses inspirations et sa transposition en France, H. DE VAUPLANE et J.-P. BORNET, « Marchés financiers : le défi de la transposition de la DSI », *Bull. Joly Bourse*, 1996, p. 355.

³ Ce texte reprenait l'article 58 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996.

⁴ Fixée au 1^{er} novembre 2007.

⁵ Sur ce dispositif, v. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, 2010, n° 387, p. 519-520, et, plus en détail, l'édition précédente, 2^e éd., Economica, 2005, n° 379-381, p. 341-346

situation financière de leurs clients, de leur expérience en matière d'investissement de leurs objectifs en ce qui concerne les services demandés, ainsi qu'à communiquer d'une manière appropriée les informations utiles dans le cadre des négociations avec leurs clients. À l'obligation d'information au sens strict, issue de l'arrêt *Buon*, exigée par l'ancien article L.533-4, 5°, s'est ajoutée une obligation de s'informer, mise à la charge du prestataire au 4°¹. Cette dualité répond alors à une exigence renforcée de la protection du consentement de l'investisseur par le prestataire, « *chargé dans un premier temps d'apprécier la conscience que son client peut avoir de la portée de ses intentions, et dans un second temps de l'éclairer pour lui permettre de contracter en pleine connaissance de cause* »².

355. Le dispositif antérieur procédait ainsi déjà par association d'une obligation d'informer avec une obligation de s'informer. Le degré de précision des textes était cependant inférieure ce qu'il est devenu et la latitude conférée aux autorités de régulation³ bien supérieure. Sous l'empire de ces dispositions bien générales, la jurisprudence a poursuivi son travail d'édification de l'obligation d'information mise à la charge de l'intermédiaire financier dans ses rapports avec son client, abandonnant ainsi les visas utilisés antérieurement des articles 1147 du Code civil⁴, utilisé par l'arrêt *Buon*, et L.111-1 du Code de la consommation⁵.
356. Les orientations établies par l'arrêt *Buon* furent suivies par la jurisprudence postérieure. La solution posée par cet arrêt délimitait en effet le champ d'application de l'obligation d'information, compte tenu de l'objet de l'opération envisagée, qui comportait un risque particulier, et du défaut de connaissance d'un tel risque par le client. C'est la nécessaire mise en relation de ces deux facteurs, la prise de risque acceptable pour l'investisseur étant inversement proportionnelle à son niveau de compétence en matière financière, qui a fondé la consécration d'une obligation de s'informer à la charge de l'intermédiaire « *aux fins de lui permettre de remplir de la manière la plus satisfaisante possible sa seconde obligation : l'obligation d'information de son client* »⁶. Par application du nouveau dispositif, s'est ainsi fait jour dans le domaine des prestations de services d'investissement, une obligation de

¹ Complété par les articles 321-46 RG AMF et 341-63 RG AMF, ce dernier texte indique au sujet des mandats de gestion de portefeuille que les renseignements obtenus devaient conduire le prestataire à proposer des prestations adaptées à la situation de son client.

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, 2^e éd., Economica, 2005, n° 379, p. 341

³ Le Conseil des marchés financiers et la Commission de bourse jusqu'à la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, puis l'Autorité des marchés financiers : art.L.533-4, al.2, anc.

⁴ Sur le fondement de la responsabilité du prestataire, cf. *infra* n° 386 et s.

⁵ Dans l'arrêt *Dubosq c/ Union financière de France* du 26 mars 1999, la Cour d'appel de Paris avait fait application de l'article L.111-1 du Code de la consommation. Les règles figurant à l'article 58 de la loi du 2 juillet 1996 avaient été écartées par la Cour comme postérieures à la souscription des parts de fonds commun de placement, litigieuse. L'article L.111-1 avait en revanche été appliqué à certaines souscriptions postérieures à son entrée en vigueur. Le respect de ses exigences fut jugé suffisant par la Cour d'appel pour écarter toute responsabilité de l'établissement financier défendeur, celui-ci « n'étant pas tenu d'une obligation particulière d'information sur le risque encouru », ne s'agissant pas d'un marché à terme. Sur cet arrêt, *Bull. Joly Bourse* 1999, p. 461, note H. de VAUPLANE.

⁶ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, 2^e éd., Economica, 2005, n° 381, p. 342.

s'informer pour informer¹, en vue de l'évaluation du client par le prestataire de services d'investissement, autrement désignée comme « *Know your customer* ». La violation de cette obligation a été sanctionnée par la chambre commerciale sur le double fondement de l'article 1147 du Code civil et de l'article 533-4 ancien du Code monétaire et financier. La chambre commerciale a en effet énoncé, dans un attendu qui n'est pas sans rappeler celui de la jurisprudence *Buon*, que « *le prestataire de services d'investissement, quelles que soient ses relations contractuelles avec son client, est tenu de s'enquérir de la situation financière de celui-ci* »². Une telle obligation est liée à l'exigence de fournir au client un conseil adapté à sa situation. Doit ainsi être réalisé par le prestataire un profilage³ de son client, orienté au caractère adapté du conseil à fournir⁴. Obligations d'informer et de s'informer se nourrissent mutuellement pour parvenir à la fourniture d'informations permettant au client de se procurer les services et instruments qui lui conviennent⁵. Il est toutefois remarquable que dans son dernier état, la jurisprudence ne distingue pas selon que le client est considéré comme averti ou non pour délimiter l'obligation d'évaluation qui pèse sur le prestataire. C'est qu'en effet, la transposition de la directive 2004/39/CE en droit français, a conduit à préciser avec force détails les modalités selon lesquelles doit être exécutée l'obligation de s'informer qui pèse sur le prestataire.

La détermination du risque inhérent à la décision d'investissement s'inscrit ainsi dans un cadre renouvelé de règles de bonne conduite fondées sur l'échange d'informations entre les prestataires et leurs clients.

¹ v. M. FABRE-MAGNAN, *De l'obligation d'information dans les contrats – Essai d'une théorie*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J., 1991, n° 247, p. 192.

² Com., 12 février 2008, n° 06-20.835 : *Bull. civ.* IV, n° 31 ; *D.* 2008, p. 689, act. Jurisp. note X. DELPECH ; *Dr. sociétés* 2008, comm. 162, note T. BONNEAU ; *RDBF* 2008, comm. 90, obs. S. TORCK ; *Rev. Lamy droit des affaires* 2008, p. 28 ; *RJDA*, 6/08, n° 674 ; *Banque & Droit* 2008, p. 23, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS, J.-P. BORNET ; *JCP G* 2008, IV, 1513 ; *JCP E* 2008, 1425 ; égal. Com., 5 mai 2009, *X c/ BNP Paribas* : *Bull. Joly Bourse* 2010, p. 48, note F. BUISSIÈRE.

³ Le terme est utilisé par I. RIASSETTO, *RDBF*, mai-juin, 2009, comm.105 dans sa note sous Com., 16 décembre 2008, n° 07-21.663 : *Juris-Data* n° 2008-046337, qui met en lien l'exigence d'évaluation du client avec celle de fournir un conseil adapté à celui-ci.

⁴ Engage ainsi sa responsabilité et commet une faute à l'égard de son client un établissement de crédit ayant fourni à son client « un conseil inadapté à sa situation personnelle dont elle avait connaissance », comme l'ont décidé deux arrêt de la chambre commerciale en date du 8 avril 2008, *Hoerner c/ Caisse d'épargne et de prévoyance côte d'Azur*, n° 07-13.013 et *SA Banque postale c/ Duperray Chchignoud* n° 07-14.331 : *Juris-Data* n° 2008-043571, sur lesquels, *RDBF*, n° 4, 2008, comm. 125, note A.-C. MULLER et comm.96, note F.-J. CRÉDOT et T. SAMIN ; *RTD com.* 2008, p. 952, obs. M. STORCK

⁵ « Deux types d'obligations pouvaient ainsi être distingués, une obligation d'information précontractuelle générale et objective et une obligation de mise en garde adaptée au profil du client. La mise en œuvre de cette dernière obligation supposait que le prestataire s'enquiert d'abord de la compétence et de l'expérience de son client ; l'adaptation de l'obligation pouvait prendre la forme d'une dispense pure et simple de mise en garde lorsque le client était, en raison de ses compétences ou de son expérience, conscient des risques de ses opérations », T. BONNEAU et F. DRUMMOND, 3^e éd., 2010, n° 387, p. 519-520.

§2 L'échange d'informations comme procédé d'information sur les risques

357. Le trait dominant du dispositif ne tient pas tant aux obligations d'information proprement dites qu'aux obligations de s'informer qui pèsent sur le prestataire, de services d'investissement en vue de la bonne information de son client. Aux fins de la démonstration, il est en effet peu à dire sur les informations que les prestataires sont tenus de communiquer à leurs clients selon le dispositif en vigueur. Ces informations doivent être claires et non trompeuses¹. Le règlement général AMF en précise le contenu, déterminé selon la catégorie dont relève le client, ainsi qu'il a été évoqué précédemment, le moment de communication² et le support³. Il contient en outre certaines dispositions relatives aux communications à caractère promotionnel⁴.
358. Sa dimension individuelle implique toutefois que les instances normatives tendent à en améliorer la pertinence. Il s'agit de réaliser une description plus précise du risque encouru par le client, compte tenu de sa situation particulière. Plus que la transmission d'une information sur un risque abstraitement déterminé, c'est l'échange d'informations entre clients et prestataires qui est recherché en vue d'une description concrète du risque encouru du fait de la décision d'investissement projetée. Tel est le fondement des obligations d'évaluation de leurs clients qui pèsent sur les prestataires.
359. Bien que la jurisprudence distingue les obligations d'évaluation de l'obligation d'information pour établir la responsabilité du prestataire envers son client⁵, les deux obligations se complètent au service d'une même finalité. Il s'agit d'orienter la décision d'investissement du client vers un service ou instrument adéquat ou adapté selon les cas. À ce titre, les obligations d'évaluation ont vocation à fournir aux prestataires les éléments de contexte lui permettant de déterminer l'information que doit recevoir son client sur les risques que comportent les services ou instruments financiers proposés. Les obligations d'évaluation sont ainsi au service de l'obligation d'information proprement dite, dont elles constituent le préalable. Si leur inexécution peut être appréciée de manière autonome, elle ne fait l'objet d'une sanction en

¹ Art.314-10 à 314-17 RG AMF.

² Les articles 314-18 à 314-25 composent un paragraphe intitulé « Contenu et moment de la communication de l'information ».

³ Art.314-26 à 314-28 RG AMF.

⁴ Art.314-29 à 314-31 RG AMF.

⁵ Com. 7 avril 2010, pourvoi n° 09-66519, *Amand c/ SA Financière Meeschaert : RDBF*, sept.-oct. 2010, comm. 198, note I. RIASSETTO ; *RTD com.* 2011, p. 750, obs. M. STORCK. Dans cet arrêt, la chambre commerciale prononce la cassation, en ce qu'il ne résultait pas des motifs de l'arrêt d'appel que « la banque avait procédé, lors de la conclusion des mandats de gestion, à l'évaluation de la situation financière de M. X., de son expérience en matière d'investissement et de ses objectifs concernant les services demandés, ni qu'elle lui avait fourni une information adaptée, en fonction de cette évaluation ». L'évaluation est donc indissociable de l'information qu'il appartient ensuite au prestataire de délivrer à son client. Antérieurement, Com. 12 février 2008, n° 06-20.835, préc.

tant que telle qu'à raison du fait que, insuffisamment informé sur son client, le prestataire n'a pu correctement l'informer.

L'information sur les risques est en effet orientée à la conduite d'une analyse d'opportunité de l'opération, résultant d'une évaluation du client par le prestataire (A). En outre, les conséquences de l'absence d'échange d'informations entre le prestataire et son client croissent en intensité compte tenu du service proposé (B).

A. Les obligations d'évaluation¹

360. Les prestations de l'intermédiaire déterminent le contenu des obligations légales d'information qui s'imposent à lui. Ainsi, l'article L.533-12, II du Code monétaire et financier instaure un lien de correspondance entre les informations que le prestataire est tenu de communiquer à ses clients – notamment potentiels – et les éléments leur permettant raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé, ainsi que les risques y afférant. La même disposition poursuit en énonçant l'objectif attaché à cette information sur les prestations fournies et leur support financier. Il consiste dans le fait de mettre les clients en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause².
361. Or, cette information initiale, exigée par l'article L.533-12, II, apparaît comme une condition de la possibilité d'un dialogue entre les parties autour de la décision d'investissement, tant dans la formation que lors de l'exécution du contrat conclu entre le prestataire et le client. Se dégage ainsi une sorte de socle commun de l'information à fournir comme condition nécessaire, mais non suffisante à la prise de décision d'investissement, en fonction du service d'investissement et de l'instrument financier considérés. De façon caractéristique, l'information doit être précisée selon deux facteurs. Elle doit l'être par le règlement général AMF, compte tenu du service et des instruments proposés, ainsi que de la catégorie dont relève le client, au sens de l'article L.533-16, alinéa premier du Code monétaire et financier. Le dispositif actuel oblige donc le prestataire à communiquer au client des informations génériques sur son activité, définie de manière abstraite, pour ensuite acquérir la connaissance

¹ Sur l'obligation de connaissance du client, M. STORCK, « Les obligations d'information, de conseil, et de mise en garde des prestataires de services d'investissement », *Bull. Joly Bourse*, 2007, p. 311 ; B. de SAINT MARS, « Conflits d'intérêts et règles de conduite », *Bull. Joly Bourse*, 2007, p. 626 ; v, en droit comparé, les numéros 8 à 13 du dossier, « Droits bancaires et financiers comparés. I. Pratiques comparées : « Know your customer », *RDBF*, mars-avril, 2008.

² Aux termes de l'article L.533-12, II COMOFI « Les prestataires de services d'investissement communiquent à leurs clients, notamment leurs clients potentiels, les informations leur permettant raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposés, ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause ».

concrète du client. Le droit positif édicte des règles de conduite qui ont trait à l'information à transmettre, comme à celle à obtenir. C'est par le biais de l'obligation de s'informer qui pèse sur le professionnel que se concrétise l'obligation d'informer le client, dans sa fonction caractéristique de détermination du risque d'investissement. À une obligation d'information abstraite, fondée sur la nature de l'activité du prestataire, succède une obligation concrète de s'informer auprès du client pour évaluer l'opération projetée. Le changement de qualificatif s'impose, car l'activité du professionnelle est définie de manière générale à partir de l'agrément dont il dispose et des services qu'il propose, alors que la juste appréhension par le professionnel de la situation du client tend à la détermination de la décision d'investissement particulière la plus adaptée.

Les règles de bonne conduite applicables aux prestataires de services d'investissement leur imposent en effet de procéder à l'évaluation de l'adéquation et du caractère approprié du service à fournir. Le droit positif repose ainsi sur un double test, mis à la charge du prestataire, selon le service proposé¹. Compte tenu de la latitude dont bénéficie le prestataire dans le cadre des services de gestion de portefeuille et de conseil en investissement, il doit procéder à une évaluation de l'adéquation du service proposé à son client (1). Pour les autres services d'investissement et services connexes, il lui appartient d'en évaluer le caractère approprié (2).

1. L'évaluation de l'adéquation des services de gestion de portefeuille et de conseil en investissement

362. En relation aux services de gestion de portefeuille et de conseil en investissement, le prestataire doit s'enquérir, auprès de ses clients actuels ou potentiels, de leurs connaissances et expérience en matière d'investissement², de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement de façon à leur recommander les instruments financiers adaptés ou à gérer leur portefeuille de manière adaptée à leur situation, en vertu de l'article L.533-13, I du Code monétaire et financier. La raison de cette obligation tient en réalité à la nature du service proposé. Concernant le service de conseil en investissement, la prestation à réaliser conduit à adresser au client une recommandation personnalisée, au sens de l'article 314-43 du règlement général AMF. Défini à l'article D.321-1, 5° du Code monétaire et financier, le conseil en investissement est en effet défini comme « *le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande, soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le*

¹ Ce test résulte de l'article 19, paragraphe 4 de la directive 2004/39/CE et a été précisé à la section 3 du chapitre III de sa directive d'exécution 2006/73/CE. Les textes de transposition en droit interne figurent désormais aux articles 314-43 à 314-54 RG AMF.

² L'article 314-51 RG AMF énumère les informations pertinentes pour déterminer la connaissance et l'expérience du client en matière d'investissement.

conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers ». Au sens de l'article 314-43, alinéa 2 du règlement général AMF, une telle recommandation « *doit être présentée comme adaptée à cette personne, ou fondée sur l'examen de la situation propre de cette personne* ». Le service de gestion de portefeuille est, quant à lui défini par l'article D.321-1, 4° du Code monétaire et financier, comme « *le fait de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers dans le cadre d'un mandat donné par un tiers* ». Dans les deux cas, c'est le poids du prestataire dans la décision d'investissement qui justifie le test en cause. Par effet du mandat conféré au titre du service de gestion de portefeuille, le prestataire est habilité à prendre, au nom et pour le compte de son client, la décision d'investissement, alors que dans le cadre du conseil en investissement, la prestation attendue suppose la communication d'une information destinée à orienter la prise de décision de l'investisseur dans un sens conforme à ses intérêts.

363. La teneur de cette obligation d'obtenir des informations du client est justifiée par les critères auxquels doit satisfaire l'évaluation à laquelle procède le prestataire. Ces critères sont énoncés à l'article 314-44 du règlement général et tendent à assurer que le client dispose de ressources financières suffisantes pour faire face à tout risque lié à l'opération projetée. Il ne s'agit pas simplement de vérifier que l'opération envisagée répond aux attentes du client¹, mais bien plutôt de s'assurer que le client peut faire face aux risques que comporte l'opération² et qu'il est en mesure de les comprendre³. Il s'agit d'analyser, de manière globale, que la prestation, qui fait l'objet de négociations, correspond aux capacités patrimoniales du client. La vérification à laquelle est tenu le prestataire dépasse ainsi la seule protection de l'intégrité du consentement du client, qui doit être capable d'apprécier la portée de l'opération en termes de risques financiers. Cette obligation qui pèse sur le prestataire renforce son rôle dans le processus de prise de décision de l'investisseur. En relation aux services qui lui confèrent le plus de latitude et d'influence sur son client, le test d'adéquation révèle la fonction qu'occupent les intermédiaires financiers. Les règles qui sont applicables aux prestataires de services d'investissement tendent à assurer que les prestations qu'ils réalisent sont conformes à l'intérêt du marché. Cet échange d'informations, qui résulte des obligations imposées aux prestataires, est destiné à assurer que le monopole dont ils bénéficient est au service de la protection du marché. La protection du client concourt ainsi à la protection du marché, à laquelle tend le monopole des prestations de services d'investissement.
364. À ce titre, le prestataire doit obtenir de son client deux séries de renseignements, qui concernent respectivement la source et l'importance de ses revenus réguliers, actifs,

¹ Art.314-44, 1° RG AMF.

² Art.314-44, 2° RG AMF. L'article 314-45 énonce une présomption de capacité financière du client professionnel face au risque lié à l'opération projetée. Une telle présomption a une portée incertaine et semble toutefois devoir être écartée lorsque les clients sont des professionnels sur option, cf. *supra*, n° 317.

³ Art. 314-44, 3° RG AMF.

investissements, biens immobiliers et engagements financiers réguliers¹ d'une part, et ses objectifs en termes de durée pendant laquelle il souhaite conserver l'investissement, de préférence en matière de risque et de but d'investissement², d'autre part. En somme, le test a pour finalité d'établir, sur une base à la fois objective et subjective, la correspondance de l'investissement à la situation du client, du fait de la personnalisation de la prestation induite par la nature du service d'investissement en cause. L'importance et le degré de précision d'une telle recherche imposée au prestataire expliquent ainsi qu'à défaut de pouvoir s'exécuter, il lui soit faite obligation de s'abstenir de fournir le service proposé par l'article L.533-13, I, *in fine* du Code monétaire et financier³.

2. L'évaluation du caractère approprié des autres services d'investissement

365. L'article L.533,13, II du Code monétaire et financier limite l'investigation à laquelle est tenu le prestataire à l'obtention d'informations sur leurs connaissances et expérience en matière d'investissement, selon les critères posés à l'article 314-51 du règlement général AMF. Si cette évaluation repose ainsi sur un examen plus restreint, sa finalité est identique à celle évoquée au sujet du test d'adéquation. Il résulte en effet de l'article 314-49 du règlement général que l'évaluation exigée du prestataire vise à vérifier que les connaissances et le niveau de connaissance du client lui permettent d'« *appréhender les risques inhérents à l'instrument financier ou au service d'investissement proposé ou demandé* ». L'obligation de s'informer qui pèse sur le prestataire répond ainsi à une fonction de juste détermination par le client du risque auquel il s'expose. Il ne s'agit pas tant d'établir la réalité de son consentement que de vérifier sa compréhension des conséquences financières de l'opération. La préoccupation sous-jacente à l'ensemble du dispositif normatif auquel sont soumis les prestataires consiste dans le fait de contrôler, jusque dans le contrat lui-même, le niveau du risque patrimonial que comporte l'opération projetée. L'information est ainsi associée à un mécanisme de contrôle plus substantiel. Il n'incombe pas simplement au professionnel de connaître son client et de l'informer des risques encourus. Il lui revient de s'assurer de manière concrète, dans ses relations directes avec son client, que les services et instruments proposés sont adaptés à sa situation. L'objet de la nouvelle réglementation est ainsi « *d'imposer des contraintes opérationnelles visant à faire respecter les obligations de connaissances des clients* »⁴.

¹ Art. 314-46 RG AMF.

² Art. 314-47 RG AMF.

³ I. RIASSETTO, « Commercialisation des instruments financiers, un rendez-vous manqué ? », *RDBF*, mars-avril, 2008, p. 52 : « Cette obligation de se renseigner est le préalable indispensable à la formulation d'un conseil judicieux, au point qu'il n'est pas interdit d'y voir l'un des éléments composant celui-ci, partant de l'idée qu'un conseil personnalisé suppose une connaissance de la personne à qui il s'adresse ».

⁴ J. STOUFFLET et S. DUROX, « Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des prestataires d'investissement », in *Mélanges AEDBF – V*, Revue Banque édition, n° 55 p. 435.

B. La gradation des conséquences du défaut d'échange d'informations

366. L'article L.533-13 du Code monétaire et financier définit l'information à demander, tout comme les conséquences liées à la non obtention de celle-ci, en fonction du service d'investissement en cause. L'article est construit autour d'une gradation qui tient compte de l'importance du service proposé du point de vue de son impact potentiel sur la situation patrimoniale du client. L'information requise est fonction de l'implication du prestataire dans la décision d'investissement. Le droit des prestations de services d'investissement met ainsi à la charge du prestataire différentes obligations d'information dont l'intensité varie, sans pour autant refléter les distinctions communément admises en doctrine entre renseignement, mise en garde et conseil¹.
367. Signe révélateur du rapport qui existe entre l'information exigée et le risque que comporte l'opération, l'obligation d'informer disparaît purement et simplement en relation aux services de réception et transmission d'ordres pour le compte des tiers ou d'exécution d'ordres pour le compte des tiers, dans le respect de certaines conditions, au premier rang desquelles figure la nature non complexe du produit². Ainsi, pour rendre compte du fondement d'une telle dispense, des auteurs remarquent que « *dans certains cas, où le prestataire n'est censé exercer aucun libre arbitre, il est dispensé de ses obligations* »³. Hors cette hypothèse, l'information exigée se borne à la connaissance et à l'expérience du client en matière d'investissement, pour les services que sont la négociation pour compte propre, la prise ferme, le placement garanti, le placement non garanti et l'exploitation d'un système multilatéral de négociation ou la gestion et l'exploitation d'un ou plusieurs systèmes mentionnés à l'article L.424-1 du Code monétaire et financier⁴.

Le défaut ou l'insuffisance d'une telle information d'une part, ou le constat par le professionnel de l'inadaptation du service ou de l'instrument envisagé d'autre part,

¹ F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 455, p.472 : « Parfois, le débiteur de l'obligation sera tenu de délivrer des informations à l'état brut, et on parle alors d'obligation de renseignement ; parfois, il sera en plus tenu d'appeler l'attention de son partenaire sur les risques encourus par celui-ci, et c'est l'obligation de mise en garde ; parfois enfin, il devra orienter positivement l'activité de son partenaire, et c'est le devoir de conseil ».

² Cf. *supra* n° 281. On rappellera ici que les critères pris en compte par l'article L.533-13, III pour bénéficier de l'exemption, outre le caractère non complexe des instruments listés à l'article 314-57 RG AMF, tiennent à ce que : 2° le service est fourni à l'initiative du client, notamment du client potentiel ; 3° le prestataire a préalablement informé le client, notamment le client potentiel, de ce qu'il n'est pas tenu d'évaluer le caractère approprié du service ou de l'instrument financier ; 4° le prestataire s'est conformé aux dispositions du 3 de l'article L.533-10. Cette dernière disposition, figurant dans la section consacrée aux règles d'organisation, impose aux PSI de prendre des mesures pour empêcher les conflits d'intérêts de porter atteinte aux intérêts du client. Les conditions prévues aux 2° et 3° de l'article L.533-13, III, sont précisées aux articles 314-55 et 314-56 RG AMF.

³ J. STOUFFLET et S. DUROX, « Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement », in *Mélanges AEDBF – V*, Revue Banque Edition, 2009, n° 58, p. 435.

⁴ Respectivement définis aux 3°, 6-1°, 6-2°, 7° et 8° de l'article D.321-1 du COMOFI.

engendrent à la charge du prestataire de services d'investissement une obligation légale de mise en garde (1). En relation aux services de conseil en investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, l'impossibilité de procéder au test d'adéquation emporte une conséquence extrême et singulière en ce qu'elle devient une limite à la liberté contractuelle des parties (2). La synthèse de ce dispositif sera réalisée en envisageant ses incidences sur l'expression de la volonté du client (3).

1. La mise en garde

368. Si l'article L.533-13, II du Code monétaire et financier fait expressément référence à la notion de mise en garde pour les services autres que le conseil en investissement et la gestion de portefeuille, son champ d'application nous paraît toutefois plus large. Le domaine de la mise en garde apparaît en effet plus vaste que celui que lui assigne le législateur, tant l'obligation d'information relative au risque inhérent à l'opération envisagée n'est pas réductible à une simple obligation de renseignement. Il convient ainsi de préciser le périmètre de la mise en garde par rapport à la formulation des textes légaux (a) avant d'analyser la mise en garde *stricto sensu*, comme conséquence de l'impossibilité dans laquelle se trouve le prestataire de procéder à l'évaluation du caractère approprié du service ou de l'instrument proposé à son client (b).

a. La coïncidence du renseignement sur les risques avec la mise en garde

369. L'article L.533-12, II dispose que les prestataires « *communiquent à leurs clients, notamment leurs clients potentiels, les informations leur permettant raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause* »¹. Cette disposition, qui constitue ce qui a été désigné plus haut comme le socle commun des obligations d'information qui pèsent sur les prestataires de services d'investissement au titre de leurs règles de conduite², met à mal la distinction qui existe au plan théorique entre obligation de renseignement et obligation de mise en garde.

370. Formellement cantonnée aux services d'investissement autres que ceux de conseil en investissement et de gestion de portefeuille par l'article L.533-13, II du Code monétaire et

¹ Transposant l'article 19, paragraphe 3, *in fine* de la directive 2004/39/CE, repris à l'article 24, paragraphe 3 de la *Proposition de directive* COM(2011) 656.

² Selon la même idée, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 388, p. 520.

financier, elle a en réalité valeur d'obligation générale dans le dispositif, compte tenu de la fonction particulière qui lui est assignée. Selon l'article L.533-12, II, l'information due par le prestataire porte tant sur l'instrument financier que sur le service proposé. Cette information répond toutefois à une fonction particulière qui consiste à permettre au client de comprendre, au-delà du produit et du service proprement dits, les risques y afférents¹.

371. Cette dernière précision explicite ainsi ce qui constitue en réalité la prévention recherchée par les instances normatives communautaires et nationales. L'information tend à éclairer le client actuel ou potentiel sur le risque patrimonial lié à sa décision d'investissement. Or, ce risque, propre au service ou à l'instrument financier, peut être entendu de manière large comme le danger que comporte la chose. Dans une telle perspective, il n'est nullement artificiel de considérer que, au-delà de la stricte rédaction des textes, la mise en garde a valeur de principe général pour les prestataires de services d'investissement dans leurs relations avec leurs clients. En effet, « *mettre en garde, c'est donner un renseignement, mais en attirant l'attention de son destinataire sur le danger, les aspects négatifs d'une chose, d'un comportement* »². Si l'article L.533-12, II, ne met formellement à la charge du prestataire qu'une simple obligation de renseignement, la fonction particulière à laquelle répond ce renseignement, destiné à éclairer le client sur les risques afférents à l'opération, en fait en réalité une véritable obligation de mise en garde de portée générale.

372. Ainsi que l'a remarqué un auteur³, l'article L.533-12, II, se prête en effet à deux lectures possibles. Il peut être envisagé comme ne visant qu'une information sur l'instrument ou le service proposé, dont les modalités de transmission impliquent en elles-mêmes de permettre au client de comprendre les risques que comporte l'opération. Cette disposition peut cependant être également lue comme « *imposant une mise en garde systématique* » et « *serait alors plus large que l'obligation prétorienne, car elle s'appliquerait à toute opération, à terme ou non* »⁴. Dans le même sens que l'auteur précité⁵, c'est cette dernière analyse qui semble la plus exacte, du fait de la rédaction de l'article L.533-12, II mais aussi compte tenu de l'objet de prévention auquel répond l'obligation mise à la charge du prestataire. En effet, ce qui distingue la simple obligation de renseignement de la mise en garde réside dans les modalités d'exécution de cette dernière, qui impliquent que « *si l'information à transmettre permet d'éviter un risque, un inconvénient, le débiteur devra la souligner particulièrement* »⁶. Si l'article L.533-12, II ne tend pas à éviter un risque, mais plutôt à le mesurer, il ne fait toutefois guère de doute que la bonne communication de l'information pertinente sur

¹ En général, sur la distinction du renseignement et de la mise en garde, M. FABRE-MAGNAN, *De l'obligation d'information dans les contrats – Essai d'une théorie*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 1992, n° 467 et s., p. 381.

² *Idem*, n° 467, p. 381-382.

³ J.-J. DAIGRE, « L'obligation prétorienne de mise en garde a-t-elle vocation à survivre ? », *RTDF*, n° 4 – 2009, p. 109.

⁴ *Ibid.*

⁵ *Ibid.*

⁶ M. FABRE-MAGNAN, *op. cit.*, n° 467, p. 381-382.

l'instrument ou le service proposé repose sur une mise en lumière particulière du risque qu'il peut engendrer pour le client.

b. La mise en garde *stricto sensu*

373. Pour les services autres que le conseil en investissement ou la gestion de portefeuille pour compte de tiers, dispose l'article L.533-13, II du Code monétaire et financier, les prestataires de services d'investissement doivent demander à leurs clients des informations sur leurs connaissances et expérience en matière d'investissement, pour être en mesure de déterminer si le service ou le produit proposés leur convient¹. Compte tenu des renseignements ainsi obtenus ou à défaut de ceux-ci², le prestataire de services d'investissement doit mettre en garde ses clients préalablement à la fourniture du service en cause, s'il estime qu'il n'est pas adapté. Contrairement à ce qu'il en est de la fourniture des services de gestion de portefeuille et de conseil en investissement, l'investigation du prestataire est limitée aux seules connaissances et expérience du client en matière de services d'investissement.
374. La prise en compte du risque comme justification de cette obligation de mise en garde est révélée par les dispositions du règlement général AMF, dont l'article 314-33, alinéa premier, dispose que le prestataire de services d'investissement doit fournir au client, sans distinction de catégorie, « *une description générale de la nature des risques des instruments financiers en tenant compte de sa catégorisation en tant que client non professionnel ou client professionnel* ». Selon l'alinéa 2 du même article, cette description « *expose les caractéristiques propres au type particulier d'instrument concerné, ainsi que les risques qui lui sont propres de manière suffisamment détaillée pour que le client puisse prendre des décisions en matière d'investissement en connaissance de cause* ». Du fait du lien qui existe entre cette information due par le prestataire et l'évaluation de l'expérience et des connaissances de son client, il apparaît que l'obligation de mise en garde est limitée aux services précités à l'article L.533-13, II et qu'elle doit faire l'objet d'une modulation, selon que le client est ou non professionnel. Elle n'est ainsi ni générale, ni absolue³. Elle se rapproche par son fondement de l'obligation de mise en garde de l'emprunteur, en tant qu'elle apparaît justifiée par « *les risque de perte supérieure à l'investissement initial* »⁴. C'est bien

¹ Transposant l'article 19, paragraphe 5 de la directive 2004/39/CE, repris à l'article 25, paragraphe 2 de la Proposition de directive COM(2011) 656.

² Ces informations permettent à l'investisseur de procéder à l'évaluation du caractère approprié du service proposé, selon les modalités précisées à l'art.314-49 RG AMF, ainsi qu'il a été vu plus haut.

³ T. BONNEAU, « Information, évaluation et mise en garde », *Dr. sociétés* oct. 2007, comm.185.

⁴ S. BONFILS, « Les obligations de mise en garde au profit des investisseurs et des emprunteurs face aux risques de pertes et de déloyauté », in *Mélanges AEDBF – V*, Revue Banque édition, p. 68, et le rapprochement que réalise l'auteur avec la notion de loyauté due par le prestataire à son client, p. 71-73.

compte tenu des informations dont dispose le prestataire qu'un avertissement de son client s'impose, si l'opération projetée comporte un risque excessif.

2. L'échange d'informations comme condition de la conclusion du contrat de conseil en investissement et de gestion de portefeuille

375. L'échange d'informations entre le client et le prestataire est une condition essentielle à la prestation des services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille. La disposition la plus notable et, selon nous, la plus lourde de conséquences au sein des règles étudiées dans ce chapitre, résulte de l'article L.533-13, I, deuxième phrase, qui dispose que « *Lorsque les clients, notamment les clients potentiels, ne communiquent pas les informations requises, les prestataires s'abstiennent de leur recommander des instruments financiers ou de leur fournir le service de gestion de portefeuille pour compte de tiers* »¹. Comme cela a été souligné, « *la logique du dispositif est évidente. Hormis les services de conseil en investissement et de gestion pour compte de tiers, la volonté du client joue un rôle important voire décisif dans la prise de décision* »². Loin d'être un simple aménagement de la théorie de l'autonomie de la volonté, permettant au client d'exprimer un consentement éclairé, l'information en cause est ici requise du client lui-même. Obligation est faite au professionnel de s'informer auprès de son client, sous peine d'impossibilité de contracter. L'information, dont la recherche est impérative pour le prestataire de service d'investissement, est une condition de conclusion du contrat. Ce n'est plus le traitement de l'information par le client qui est en cause, mais l'évaluation faite par le professionnel de l'opportunité de l'opération, compte tenu du risque qu'elle implique, qui est consacrée.
376. La conséquence qu'emporte l'impossibilité de réaliser le test d'évaluation a ainsi conduit à analyser que l'information se trouve « dépassée », en ce que « *le législateur substitue à l'information comme mode de protection du consentement, un test d'adéquation qui transfère le pouvoir de décision au prestataire de service* »³. Un tel constat conduit à observer la réduction corrélative de l'importance donnée à la volonté du client dans la prise de décision.

¹ Cette disposition transpose en droit français de l'article 35, paragraphe 5 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006.

² J. STOUFFLET et S. DUROX, « Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement », in *Mélanges AEDBF – V*, Revue Banque Edition, 2009, n° 73, p. 437.

³ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 391, p. 529

3. Les incidences des obligations d'évaluation sur l'expression de la volonté du client

377. Dans son expression d'obligation légale liée au statut professionnel de prestataire de services d'investissement, l'information apparaît comme abstraitement définie à partir de ses qualités intrinsèques et de l'instrumentaire commercial du professionnel que constituent ses services et « produits financiers ». C'est donc davantage d'une exigence de présentation de soi, par le biais d'une définition légale des caractéristiques et de l'objet de l'information dont il s'agit, lorsqu'on évoque d'une manière générale les obligations d'information. Le prestataire d'investissement doit se dire tel et doit se présenter comme tel, c'est-à-dire compte tenu des prestations qu'il fournit et des risques économiques qu'elles comportent. L'information constitue alors une exigence de présentation légale impérative du prestataire, préalable à toute réflexion sur la décision d'investissement qui doit être prise par le client. Elle découle de la simple prise de contact du client avec le professionnel ou la documentation promotionnelle de ce dernier.

378. L'obligation de s'informer, sur laquelle repose le test d'adéquation exigé pour les services de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille pour le compte des tiers, apparaît bien plus étendue. Elle suppose une bonne connaissance par le professionnel de l'expérience de son client, mais aussi de sa situation financière et de ses objectifs d'investissement. Il est en effet impensable d'adresser une recommandation d'investissement, dans le cadre de l'exécution d'une convention de conseil en investissement en l'absence de données sur la situation financière du client. Une telle logique de correspondance entre la prestation envisagée et l'explication requise est à la base de la règle de conduite finalement imposée au professionnel, à défaut d'une telle information, ce dernier étant alors tenu de s'abstenir.

Il en résulte deux conséquences d'importance sur la place de la volonté du client. La première tient au pouvoir de négociation du prestataire, qui sort renforcé du dispositif d'information en le plaçant comme partie au contrat, à laquelle il revient d'arbitrer les intérêts de son client (a). La seconde, plus théorique, éclaire la portée juridique de la qualification des obligations d'information comme règles de conduite (b).

a. La sujétion du client au prestataire

379. La logique du dispositif peut être présentée par un double théorème. Plus le service d'investissement lui attribue de poids dans le processus de décision de son client, plus l'obligation de se renseigner qui pèse sur le professionnel est étendue. En outre, la liberté du prestataire de fournir les services financiers diminue de manière inversement proportionnelle à l'information qu'il doit obtenir. Là où l'information attendue est la plus complète, le

prestataire est condamné à l'obtenir ou à s'abstenir. Lorsque le service proposé est essentiellement technique, comme c'est le cas pour la réception et la transmission d'ordres pour le compte des tiers ou l'exécution d'ordres pour le compte des tiers, le prestataire peut fournir le service envisagé sans avoir à se renseigner. Dans la situation intermédiaire, le risque apparaissant important, compte tenu d'un éventuel défaut d'information sur la situation de son client, le professionnel se voit imposé une autre obligation d'information, résidant dans un jugement de valeur exprimé sur le risque encouru. L'information devient une mise en garde.

380. Les enseignements apparaissent toutefois fort différents si l'on se place du point de vue du client. Si l'esprit de la règle implique une réduction de la liberté des parties dans la sélection du service proposé et la définition de l'opération envisagée, il apparaît que cette disposition n'est pas essentiellement protectrice. Elle l'est de manière médiate, en ce que la prestation de service est subordonnée à une vérification préalable du risque patrimonial encouru par le client, sur la base d'éléments d'information objectivement définis. S'arrêter là revient à faire dire au texte ce qu'il ne dit pas, mais ce vers quoi il tend. Ce qu'il implique, en revanche, de manière plus immédiate apparaît bien différent. Ce que le professionnel perd en termes de liberté de dispenser ses prestations dans la première hypothèse, il le gagne de manière certaine au plan de la négociation avec son client. Comme on l'a observé, dans l'hypothèse envisagée au I de l'article L.533-13 du Code monétaire et financier, « *au procédé classique de l'information, le législateur préfère un mécanisme de préemption de la décision* »¹. Le client se voit en effet contraint de s'en tenir à l'évaluation faite par le professionnel. La recommandation des instruments financiers ou de la stratégie de gestion du portefeuille la plus adaptée à la situation du client est intrinsèquement liée aux données objectives qui auront été communiquées au prestataire de services d'investissement. Bien que formellement, la prestation des services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille pour le compte de tiers soit simplement subordonnée à la mise à disposition du professionnel de l'information légalement exigée, cette dernière conditionnera au moins initialement l'offre de service faite par le professionnel à son client. De manière paradoxale, le client qui peut avoir pris l'initiative de contacter un professionnel en vue de réaliser un investissement se trouve, par effet de l'obligation légale de s'informer qui pèse sur le professionnel, dans la posture du destinataire d'une offre dont il n'a pas pu prédéterminer le contenu. Ce lien apparaît explicité en ce qui concerne la seconde hypothèse envisagée par l'article L.533-13 du Code monétaire et financier. Outre le défaut et l'insuffisance d'information communiquée par le client, le texte précise en effet que celui-ci doit être mis en garde dès lors que les services et instruments financiers envisagés n'apparaissent pas adaptés au vu des informations fournies. Il s'agit donc bien d'une mesure d'équivalence entre le risque que comporte la prestation envisagée et les éléments d'information communiqués au professionnel. Ce dernier procède à une évaluation qui conditionne son attitude envers le client, dans la définition d'un contenu adapté du contrat

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 391, p. 529.

de prestation de services. Il s'agit en somme d'exprimer légalement le lien abstrait qui unit le traitement de l'information requise et l'offre de services comme base de la négociation.

381. Le client se trouve ainsi protégé contre lui-même, « forcé d'être libre » par un exercice de sa liberté contractuelle déterminé par les informations qu'il lui faut communiquer au professionnel. C'est toutefois la latitude du professionnel dans la détermination du contenu contractuel qui va sortir renforcée de ce rapport de conditionnement du contrat proposé à l'information transmise. Le prestataire dispose d'une liberté dans la définition du service adapté, qui croît à la mesure du risque induit par la prestation envisagée. Cette liberté du prestataire dans la détermination de la prestation envisagée est corrélativement source d'une contrainte plus forte pour le client. À cet égard, il apparaît que « *l'aspect innovant du nouvel article L.533-13 du Code monétaire et financier est d'entrer dans un certain détail quant aux diligences devant être accomplies par les prestataires et de faire varier leur étendue en considération du service d'investissement concerné, le degré d'exigence se voulant proportionnel à la latitude d'action conférée par le client au prestataire* »¹.

b. La qualification des obligations d'information comme règles de conduite

382. L'offre du prestataire, postérieurement au traitement de l'information reçue dans le cadre de l'un des tests d'évaluation, ne peut que devenir plus contraignante pour le client, empêché d'agir s'il ne délivre pas l'information et dissuadé d'agir par une mise en garde, compte tenu de l'information transmise. L'information n'est ainsi pas principalement au service de l'appréciation du risque contractuel par le client, mais constitue plutôt l'instrument de définition de l'objet du contrat par le professionnel, qui devient arbitre du risque contractuel. L'information ne protège qu'indirectement le client, ayant pour effet immédiat celui de faire du prestataire de service d'investissement un « préjuge » de l'équilibre entre la prestation et la situation du client. Ainsi, l'information n'est pas tant liée au consentement du client qu'à une exigence de sécurité qui se dédouble. La sécurité patrimoniale de l'opération pour le client doit être évaluée par le professionnel. La bonne information constitue pour ce dernier une garantie de sécurité juridique en vue d'une éventuelle mise en cause de responsabilité au titre de pertes éventuellement subies par son client. Il est en effet admis en jurisprudence que le manquement à une règle de conduite peut avoir pour conséquence d'engager sa responsabilité civile à l'égard de son client², comme sa responsabilité disciplinaire¹.

¹ J. STOUFFLET et S. DUROX, « Observations sur le dispositif de classifications des clients dans le domaine des services d'investissement », in *Mélanges AEDBF – V*, Revue Banque édition, 2009, n° 57, p. 435.

² Pour un exemple d'un arrêt cassant une Cour d'appel ayant écarté la responsabilité du prestataire, au visa des articles 1147 Cciv. et L.533-4 COMOFI dans sa rédaction antérieure à l'ordonnance de 2007, Com., 16 décembre 2008, n° 07-21.663, *RDBF*, mars-avril 2009, comm. 105, obs. I. RIASSETTO, rendu au sujet d'un défaut d'évaluation du client.

383. Cela explique que l'information ne soit pas l'objet d'une obligation bilatéralisée. Ne pèse sur le client aucune obligation d'informer ni de s'informer. Il est cohérent, en ce sens, d'en envisager la présentation normative comme relevant d'une règle de conduite. Il n'est pas une information qui soit, à proprement parler, due par le client. Les éléments de définition de sa situation, utiles au professionnel, doivent être sollicités par lui. C'est son comportement qui est défini par les informations qu'il lui faut obtenir et qui peuvent éventuellement ne pas lui être fournies. Les obligations d'informer et de s'informer se trouvent associées, en la même personne, obligée légale et débitrice automatique du client, dans une finalité unique qui est d'évaluer le risque patrimonial de l'opération de manière objective, en prémunissant le professionnel contre un risque juridique de mise en cause de sa responsabilité.

La protection conférée au client révèle ainsi son originalité. Le prestataire dispose d'un double pouvoir. Outre celui évoqué dans le chapitre précédent, consistant à accepter une modulation de la protection à l'occasion d'un changement de catégorie, le prestataire doit procéder à une évaluation qui se profile comme une condition préalable à la possibilité même de contracter pour le client. Se fait jour, une nouvelle fois, l'inspiration dirigiste du dispositif de règles de conduite qui s'imposent au prestataire, en ce qu'elles tendent à protéger le client contre lui-même, compte tenu du risque auquel il s'expose.

384. **Synthèse** – On peut formuler deux observations sur le dispositif dans son ensemble. D'un point de vue pratique, cette nécessité d'un échange d'informations avec son client confère au prestataire un important pouvoir de négociation. La connaissance de son client va devenir un levier de négociation lui conférant une ample liberté de détermination du produit proposé. Ainsi, de façon paradoxale, les règles de conduite, prescrites aux fins de la protection de la décision du client, conduisent au renforcement de la position du prestataire dans la conduite des négociations et la détermination des stratégies d'investissement.

D'un point de vue théorique, ce dispositif confère au prestataire un large pouvoir de déterminer du contenu de la prestation adaptée au client. La conclusion du contrat se trouve ainsi subordonnée à une évaluation de son opportunité par le professionnel. Les règles d'information qui figurent au titre des règles de conduite des prestataires de services d'investissement ont ainsi une fonction qui dépasse la pure expression du consentement intègre du client. Elles tendent à déterminer le risque global que comporte l'opération et, ce faisant, répondent à une fonction substantielle de détermination du risque en considération de la situation du client.

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 375, p. 502.

SECTION II : La sanction civile de l'inexécution de l'obligation d'information individuelle

385. Aux fins de la démonstration, il n'est pas nécessaire d'étudier dans leur ensemble les modalités d'exécution des obligations d'information qui pèsent sur les prestataires de service d'investissement à l'égard de leurs clients. Elles font l'objet de règles de détail déjà évoquées dans le règlement général AMF quant au moment et au support de la communication des informations en cause. L'article L.533-14 du Code monétaire et financier impose au prestataire une préconstitution de la preuve de l'exécution de ses obligations¹ et de celles de son client. Une telle exigence conforte la considération pratique selon laquelle il est plus aisé au professionnel tenu à une obligation particulière d'information d'en démontrer la bonne exécution, en établissant une preuve préconstituée. Ici, l'exigence de préconstitution découle de la loi elle-même et permet d'assurer la satisfaction de la charge de la preuve de l'obligation d'information qui pèse sur débiteur², depuis l'arrêt de la première chambre civile du 25 février 1997³. Cet arrêt avait opéré un revirement de jurisprudence, selon un attendu de principe énonçant que « *celui qui est légalement ou contractuellement tenu d'une obligation particulière d'information doit rapporter la preuve de l'exécution de cette obligation* ». L'attendu présente une généralité aussi indiscutable que délibérée. En visant le contrat et la loi, comme source de l'obligation particulière d'information dont l'exécution est litigieuse, il énonce une règle de répartition du risque de la preuve qui recouvre tant l'obligation générale

¹ Comp. l'observation faite en droit des contrats, M. FABRE-MAGNAN, *De l'obligation d'information dans les contrats – Essai d'une théorie*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 1992, n° 450, p. 435 : « précisément, si un doute subsiste sur la transmission de l'information par le débiteur de l'obligation, ce dernier nous semble devoir succomber. C'est d'ailleurs pourquoi de plus en plus souvent, les débiteurs de l'obligation d'information prennent la peine de se préconstituer la preuve de la correcte information de leur cocontractant ».

² Dans un premier temps, la jurisprudence avait retenu qu'il revenait à celui qui alléguait la mauvaise exécution d'une obligation d'information ou de son défaut d'en rapporter la preuve. La solution fut affirmée pour la première fois au sujet du devoir d'information du médecin : Civ., 29 mai 1951, D.1952, p. 53, note R. SAVATIER ; JCP 1951, II, 6421, note R. PERROT ; RTD civ. 1951, p. 508, obs. H. et L. MAZEAUD, et fut ensuite réitérée de manière constante jusque dans un arrêt Civ.1^{ère}, 4 avril 1995, Bull. civ. I, n°159, Dr. et Patr., oct. 1995, p. 97, obs. F. CHABAS.

³ Civ. 1^{ère}, 25 févr. 1997 : Gaz. Pal. 1997.1.274, Rapp. P. SARGOS ; D. 1997, Somm. 319, obs. J. PENNEAU ; JCP 1997. I. 4025, obs. G. VINEY ; CCC 1997, n° 76 et chr. 5, L. LEVENEUR ; Defrénois 1997, p. 751, obs. J.-L. AUBERT ; RTD civ. 1997, p. 434, obs. P. JOURDAIN et p. 924, obs. J. MESTRE ; GAJ civ., 12^e éd., n° 16, p. 123. Ce revirement procède à une interprétation de l'article 1315 du Code civil qui a largement divisé les commentateurs. La considération pratique généralement admise, en revanche, permettant de conclure au bien fondé de la solution tient à la difficulté qu'il y a, pour le créancier de l'obligation, à apporter la preuve d'un fait négatif, ainsi que cela a été mis en lumière par Muriel FABRE-MAGNAN, *De l'obligation d'information dans les contrats – Essai d'une théorie*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 1992, n° 545, p. 431 : « Certes, ce n'est pas parce que la preuve est difficile, ou même impossible, qu'il faut en inverser la charge par le jeu de présomptions, mais la prise en compte de cette difficulté explique en réalité la règle du second alinéa de l'article 1315 du Code civil. Elle justifie en outre, selon nous, qu'il ne faille pas de dérogation à cette règle en matière d'obligation d'information ». La réflexion initiale relative à la preuve d'un fait négatif a été menée par LARGUIER, présentant le fait négatif dans les termes suivants : « L'objet de la preuve n'est plus alors une manifestation concrète qui se révèle par elle-même, mais l'absence de toute manifestation », J. LARGUIER, « La preuve d'un fait négatif », RTD civ. 1953, n° 2, p. 3.

d'information, fondée sur les règles de droit commun des contrats du Code civil¹, que les innombrables obligations spéciales d'information, édictées par les textes législatifs². L'obligation individuelle ne présente ainsi pas de difficulté spécifique au plan de son régime en général.

En revanche, l'étude de la détermination du préjudice résultant d'une inexécution des obligations du prestataire apparaît essentielle. Le droit à réparation du préjudice né de l'inexécution de l'obligation d'information sur les risques doit être déterminé compte tenu de son objet. Il importe en effet de rattacher les conséquences de l'inexécution à la fonction prêté à l'information délivrée par le prestataire aux fins de la prise de décision d'investissement (§2). Il est toutefois nécessaire d'étudier au préalable le fondement du droit à réparation des investisseurs, compte tenu de la source légale des obligations imposées aux prestataires au titre de leurs règles de conduite (§1).

§1. Le fondement du droit à réparation : règles de conduite et obligations contractuelles

386. Les sources internes, pas plus que les sources communautaires, ne font état des sanctions liées à la violation de l'obligation d'information sur le risque qui pèse sur le prestataire. Il convient donc d'envisager les sanctions possibles en se référant aux conséquences de l'inexécution totale ou partielle de l'obligation d'information selon le droit commun.
387. Les règles de bonne conduite applicables au prestataire de services d'investissement constituent un élément de son statut juridique. Elles répondent ainsi à un impératif d'intérêt général à la détermination de ses relations contractuelles avec son client. La fonction

¹ Il a été récemment fait application du même principe, en relation à l'obligation de conseil d'un prestataire de services d'investissement, au titre d'un contrat conclu antérieurement à l'adoption du dispositif légal issu de la loi de modernisation des activités financières : Com., 22 mars 2011, pourvoi n° 10-13727, *Emmanueli Petrignani c/ Sté Banque privée 1818* : JurisData n° 2011-004288 ; D. 2011, p. 1600, obs. X. DELPECH ; *ibid.*, note H. CAUSSE ; *RTD com.* 2011, p. 382, obs. M. STORCK ; *Dr. sociétés* août 2011, comm. 158, S. TORCK ; *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 435, note M. COHEN-BRANCHE. Dans le même sens, au sujet de l'obligation d'évaluation de la situation financière, des objectifs et de l'expérience du client, Com., 7 avril. 2010, pourvoi n° 09-66519, *Amand c/ Sté Financière Meeschaert* : *RDBF*, sept.-oct. 2010, comm. 198, note I. RIASSETTO *RTD com.* 2011, p. 750, obs. M. STORCK.

² Ce principe a été repris dans les mêmes termes pour motiver un arrêt de cassation rendu par la chambre commerciale, concernant la responsabilité d'une banque qui s'était livrée à des opérations spéculatives : Cass. Com., 7 janv. 2004, *Banque & Droit* mars-avril 2004, p. 32, obs. H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE ; dans le même sens, CA Paris, 15^e ch. B, 6 févr. 2004, D. 2004, IR, p. 1800. Cette solution jurisprudentielle de répartition de la charge de la preuve n'est ainsi pas propre au droit des instruments financiers, qui ne fait que reprendre la solution de principe rendu dans le domaine médical. Le même principe sous-tend également de manière implicite bon nombre de solutions jurisprudentielles rendues en matière de responsabilité des prestataires de services d'investissement. Dans le même sens, au sujet de l'obligation de mise en garde du banquier : Com. 17 novembre 2009, 08-70197, retenant que « le banquier auquel il appartient de démontrer qu'il a rempli son obligation de mise en garde, est dispensé de cette obligation s'il établit que son client a la qualité d'emprunteur averti », *RDBF*, mars-avril 2010, comm. 74, note A.-C. MULLER ; égal. et Civ. 1^{re}, 19 nov. 2009, pourvoi n° 08-13601 : *RDBF*, janv.-févr. 2010, comm. 6, note D. LEGEAIS.

d'intermédiaire entre les investisseurs et le marché qui lui est assignée fonde ainsi l'existence d'un cadre juridique impératif applicable aux relations qu'il entretient avec ses clients. Inscrites dans le Code monétaire et financier, les obligations qui pèsent sur les prestataires de services d'investissement au titre de leurs règles de conduite n'ont plus la valeur de simples règles déontologiques¹.

388. La question s'est alors posée de déterminer l'étendue du périmètre de la responsabilité civile, compte tenu de la diversité des règles de conduite qui s'appliquent au prestataire². En effet, ces règles se présentent, d'une part, comme des obligations contractuelles du prestataire envers son client et, d'autre part, comme des obligations professionnelles de source légale liées à l'activité de prestation de services d'investissement. La directive MIF distingue au titre des conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement des dispositions visant à garantir la protection des investisseurs³ et d'autres tendant à la préservation de la transparence et de l'intégrité du marché⁴. Ces conditions d'exercice se distinguent, plus généralement, des conditions et procédures d'agrément, au titre desquelles figurent des exigences organisationnelles⁵. La systématique est médiocre, mais laisse en tous les cas paraître que coexistent deux ensembles de règles auxquelles sont soumis les prestataires. Alors que certaines régissent directement la relation du prestataire avec son client, d'autres définissent les conditions d'exercice de son activité professionnelle en le soumettant à des normes prudentielles et à des règles d'organisation⁶.
389. L'inclusion des obligations d'informer et de s'informer, qui pèsent sur le prestataire de services d'investissement dans un dispositif légal de « règles de conduite », conduit alors à préciser la nature civile ou disciplinaire de la responsabilité résultant de leur inexécution. Avant l'entrée en vigueur de la directive MIF, une ligne de partage s'établissait entre la violation de l'obligation prétorienne de mise en garde issue de la jurisprudence *Buon* et l'inexécution des règles de conduite proprement dites, destinées à régir le comportement professionnel du prestataire et résultant de la transposition de la directive du 10 mai 1993 sur les services d'investissement⁷. Alors que les premières, contractuelles, étaient sanctionnées sur le fondement du droit commun, les secondes, relatives à l'exercice de son activité par le prestataire, faisaient l'objet de sanctions disciplinaires⁸. En somme, la nature de la

¹ V. sur les difficultés posées par l'application d'une sanction civile à la violation d'une règle déontologique, S. BONFILS, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, préf. M.-A. FRISON-ROCHE, L.G.D.J. 2005, n° 198-200, p. 98-99.

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 377, p. 505.

³ Articles 19 et suivants, repris aux articles 24 et suivants de la *Proposition de directive* du 20.11.2011, préc.

⁴ Articles 25 et suivants, figurant aux articles 31 et suivants de la *Proposition de directive* du 22.11.2011, préc.

⁵ Article 13, repris à l'article 16 de la *Proposition de directive* du 20.11.2011, préc.

⁶ Sur lesquelles, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 349 et s., p. 477.

⁷ Directive 93/22/CE du 10 mai 1993, préc.

⁸ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 383, p. 511 : « Ont donc coexisté pendant un temps, à la charge du prestataire, des obligations contractuelles et des obligations de bonne conduite professionnelles, les premières sanctionnées classiquement par la mise en jeu de la responsabilité contractuelle du prestataire, les secondes par sa responsabilité disciplinaire ».

responsabilité du prestataire se fondait sur l'objet des obligations qui pesaient sur lui. Celles portant sur les relations du prestataire avec son client relevaient du droit commun des contrats, alors que celles relatives à l'organisation de son activité ne pouvaient qu'entraîner sa responsabilité disciplinaire.

390. Le cadre légal issu de la directive MIF inscrit cependant un certain nombre d'obligations relatives à la relation du prestataire avec son client au côté de règles d'organisation. Pour parer au risque d'une instrumentalisation des règles de conduite à des fins indemnitaires¹, il convient d'établir celles dont la violation ne devrait pas entraîner la mise en œuvre de la responsabilité contractuelle. Il a été suggéré de réintroduire par une analyse substantielle du dispositif légal la ligne de partage antérieure entre responsabilité civile et responsabilité disciplinaire. Il faudrait ainsi distinguer, au sein même des règles de conduite de source légale, celles relatives aux relations du prestataire avec son client susceptibles d'entraîner la responsabilité civile du prestataire, de celles portant en général sur l'exercice de son activité professionnelle ne mettant en cause que sa responsabilité disciplinaire².
391. On a toutefois observé que l'ensemble des règles qui s'imposent au prestataire ne peuvent pas être séparées en deux blocs parfaitement hermétiques pour distinguer celles permettant de fonder une action en responsabilité de la part du client. En effet, certaines règles extérieures aux règles de bonne conduite qui sont énumérées au titre des règles d'organisation « *dissimulent un véritable principe de bonne conduite : il en est ainsi de l'obligation d'information du client en cas de conflit d'intérêts et de l'obligation de sauvegarder les droits des clients sur les instruments financiers et les fonds leur appartenant* »³. Or, ce refus du législateur d'opérer une distinction radicale entre les obligations fondant une sanction disciplinaire et celles permettant l'exercice d'une action en responsabilité contractuelle rend incertaine la délimitation des deux ordres de responsabilité⁴. La jurisprudence ne s'appuie d'ailleurs pas sur une telle distinction, ayant fait application des règles du droit de la responsabilité contractuelle pour sanctionner un prestataire au titre d'un manquement à une règle d'organisation⁵. En outre, le périmètre de ce qui paraît être le noyau dur du rapport contractuel est évolutif. L'admission de la responsabilité contractuelle du prestataire semble ainsi constituer un levier de politique juridictionnelle conduisant à redéfinir la finalité de

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 377, p.505 : « Le risque est celui du développement d'un contentieux difficile à maîtriser et d'une instrumentalisation de ces règles par les clients, notamment professionnels, cherchant sur ce terrain une chance de dédommagement qui leur serait refusée sur le terrain des règles de bonne conduite ».

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 377, p. 505.

³ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 377, p. 506.

⁴ « Cette confusion fait obstacle au tracé d'une frontière claire entre des obligations dont la violation ne saurait engendrer qu'une sanction disciplinaire, et des obligations à l'égard des clients, susceptibles d'engendrer également la mise en jeu de la responsabilité contractuelle du prestataire », T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 377, p. 506.

⁵ Com., 4 novembre 2008, *Dr. sociétés* mars 2009, n° 57, obs. T. BONNEAU ; *D.* 2008, *AJ*, p. 2859, obs. X. DELPECH ; *D.* 2009, p. 1055, obs. H. SYNVEY.

certaines obligations qui s'imposent au prestataire. Dans un important revirement de jurisprudence, la chambre commerciale a cassé un arrêt ayant rejeté la responsabilité contractuelle d'une banque au titre du non-respect de son obligation de couverture¹, au visa des articles 1147 du Code civil et L.533-4 du Code monétaire et financier dans sa rédaction applicable aux faits². Elle retient ainsi « *qu'aux termes du second de ces textes, le prestataire de services d'investissement est tenu d'exercer son activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de ses clients et de l'intégrité du marché, ainsi que de se conformer à toutes les réglementations applicables à l'exercice de son activité de manière à promouvoir au mieux les intérêts de son client et l'intégrité du marché ; qu'il résulte du premier qu'il est tenu de réparer les conséquences dommageables de l'inexécution de ces obligations* ». C'est ainsi un critère finaliste qui permet de retenir que l'obligation de couverture ne sert pas exclusivement l'intérêt du prestataire, mais également celui du client. Son inexécution fonde l'exercice d'une action en responsabilité contractuelle. La ligne de démarcation entre les règles de conduite relatives à l'exercice de l'activité professionnelle et celles qui encadrent la relation entre le prestataire et le client paraît alors fluctuante.

392. L'incertitude concernant la soumission de l'inexécution des obligations d'information que le prestataire doit à son client à sa responsabilité contractuelle semble moins grande. S'agissant par excellence d'obligations fondées sur la prestation proprement dite, leur inexécution entraîne la responsabilité contractuelle du prestataire. En effet, ces obligations interviennent indiscutablement dans le cadre des relations de ce dernier avec ses clients. L'inexécution des obligations d'information dues par le prestataire au titre des règles de conduite qui pèsent entraîne donc des sanctions de deux ordres. En tant qu'elle constitue une violation des règles de bonne conduite qui s'imposent à lui, elle entraîne sa responsabilité disciplinaire³. En outre, dans la relation qu'il entretient avec son client, cette inexécution engage sa responsabilité civile. Inscrite dans le cadre des rapports d'obligations qui s'instaurent entre les prestataires et leurs clients, l'obligation d'information fonde ainsi l'intervention de deux régimes de responsabilité. La règle de conduite de source légale intègre donc le rapport contractuel, ainsi que le révèle le contentieux en la matière. Dans sa jurisprudence actuelle, la Cour de cassation applique en effet à l'inexécution des obligations d'informer et de s'informer ou d'évaluer, qui pèsent sur le prestataire, le fondement de droit commun de l'article 1147 du Code civil, associé à la disposition spéciale dont la violation est alléguée. Ainsi en a-t-il été dans l'arrêt

¹ Selon la solution traditionnelle, dont avait fait application la Cour d'appel en l'espèce, « il est de principe que le donneur d'ordres ne peut invoquer à son profit le non-respect de cette obligation, celle-ci n'étant édictée que dans l'intérêt de l'opérateur et afin de pourvoir à la sécurité des marchés, mais non dans le sien propre ». Pour une évocation de la jurisprudence rendue en application de ce principe, *Dr. sociétés* 2008, comm. 161, obs. T. BONNEAU.

² Com., 26 février 2008, pourvoi n° 07-10761, *C. c/ Société Coral Consorts* : *D.* 2008, *AJ*, p. 776, obs. X. DELPECH ; *Banque & Droit* 2008, n° 118, p. 24, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS et J.-P. BORNET ; *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 164, note P. GOUTAY et C. SAUDO ; *RDBF* 2008, comm. 91, obs. A.-C. MULLER ; *Dr. sociétés* 2008, comm. 161, obs. T. BONNEAU.

³ Par application de l'article L.621-15, II, a), par renvoi de l'article 621-9, II, 1° COMOFI.

*Aubin*¹ déjà évoqué dans lequel la cassation fut prononcée au double visa des articles 1147 et 33, alinéa 2, du règlement n° 89-02 de la Commission des opérations de bourse, modifié par le règlement n° 98-04². En relation à l'obligation d'évaluation, une cassation a été prononcée au visa des articles 1147 du Code civil et 58 de la loi de modernisation des activités financières, les faits étant antérieurs à l'inscription de cette dernière disposition dans l'ancien article L.533-4, 4° du Code monétaire et financier³. Désormais, les dispositions du Code monétaire et financier ont vocation à compléter le fondement du droit commun. Le dispositif professionnel intègre donc pleinement le contrat et révèle que le caractère bifide des règles de conduite n'entraîne pas une exclusion, mais une absorption de la règle spéciale de source légale dans le droit commun.

Le fondement de la responsabilité des prestataires de services d'investissement en cas d'inexécution de leurs obligations d'information met ainsi en lumière que, bien que de source légale, elles sont analysées par la jurisprudence comme élément d'un « *droit spécial du contrat de prestation de service d'investissement* »⁴. C'est dès lors les conditions de mise en œuvre de la responsabilité civile du prestataire qu'il convient d'examiner.

§2. L'étendue du droit à réparation

393. L'inexécution de l'obligation d'information qu'il doit à son client est source d'incertitude au plan de la détermination du préjudice réparable et de son évaluation⁵. On sait que les règles de droit commun en la matière sont constituées par les articles 1149 et 1150 du Code civil. Le premier de ces textes définit la nature du préjudice réparable en y comprenant la perte subie par le créancier – *damnum emergens* – et le gain dont il a été privé – *lucrum cessans*⁶. Le second limite l'étendue du préjudice réparable du fait de l'inexécution aux seuls « *dommages et intérêts qui ont été prévus ou qu'on a pu prévoir lors du contrat, lorsque ce n'est point par son dol que l'obligation n'est point exécutée* »⁷. Ce dispositif de détermination de la nature du préjudice et de mesure de la responsabilité du débiteur constitue l'élément principal de distinction entre responsabilité délictuelle et responsabilité contractuelle. Quoique jamais

¹ Com. 24 juin 2008, préc.

² *Adde.* Sur l'analyse téléologique de la loi dont procède ce visa, M. COHEN-BRANCHE, « La Cour de cassation, la finalité de la loi et la nouvelle protection de l'investisseur », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 56.

³ Com., 7 avril 2010, pourvoi n° 09-66519, préc.

⁴ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 383, p. 512.

⁵ De manière générale, au sujet du préjudice réparable en cas de violation d'une obligation d'information, M. FABRE-MAGNAN, *De l'obligation d'information dans les contrats – Essai d'une théorie*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 1992, n° 610 et s., p. 485 et s.

⁶ Art. 1149 Cciv. : « Les dommages et intérêts dus au créancier sont, en général, de la perte qu'il a faite et du gain dont il a été privé, sauf les exceptions et modifications ci-après ».

⁷ Cette règle se justifie par le fait que « [l]e débiteur doit pouvoir évaluer le risque qu'il court du chef du contrat », F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *Les obligations*, 10^e éd., Dalloz 2009, n° 563-564, p. 568-570.

visés par la Cour de cassation à propos de la responsabilité des prestataires de services d'investissement pour inexécution de leur obligation d'information, ces textes constituent un cadre à même d'éclairer les évolutions de la jurisprudence.

394. Il existe actuellement deux orientations suivies par la jurisprudence pour déterminer le préjudice souffert par le client du fait de l'inexécution de ses obligations par le prestataire de services d'investissement¹. La tendance dominante est à la reconnaissance d'un préjudice constitué par la perte de chance subie par le client de n'avoir pas pu réaliser une opération plus profitable. Des arrêts récents se sont toutefois engagés dans une autre voie. La Cour de cassation a en effet retenu la responsabilité du prestataire pour la réparation du préjudice à hauteur de l'intégralité des pertes subies par le client, en estimant que la fourniture d'un conseil inadapté constituait « *une faute sans laquelle ce dernier [le client] n'aurait pas procédé aux opérations génératrices de pertes* »².

Il convient d'en apprécier les mérites respectifs, la définition du préjudice réparable à partir de la perte en capital qu'il a subie devant être préférée (B) à la limitation du droit à réparation qu'entraîne la qualification de perte de chance (A).

A. La limitation de la réparation à la perte de chance

395. La notion de perte de chance est source de difficultés théoriques particulières, en relation à l'inexécution d'une obligation d'information qu'il convient d'évoquer (1), avant d'envisager leur expression particulière en relation aux prestations de services d'investissement (2).

1. La perte de chance appliquée aux conséquences de l'inexécution d'une obligation d'information

396. Pour satisfaire aux exigences du droit de la responsabilité, selon lesquelles le préjudice réparable doit être direct, personnel et certain, la perte de chance invoquée doit elle-même présenter ces caractères. C'est essentiellement à l'égard de l'exigence de certitude que sa reconnaissance est délicate. La chance perdue ne doit pas être hypothétique mais bien certaine, de façon à établir « *la disparition actuelle et certaine d'une éventualité favorable* »³.

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 403-2, p. 553.

² Com., 8 avril 2008, n° 07-13013, *D.* 2008, AJ. p. 1202, obs. X. DELPECH ; *RTD com.* 2008, p. 592, note M. STORCK ; *RDBF*, juill.-août 2008, comm. 96, note F.-J. CRÉDOT et T. SAMIN ; *ibid.*, comm. 125, note A.-C. MULLER ; *RDC* 2008, p. 1177, note S. CARVAL (2^e espèce).

³ Pour une définition jurisprudentielle récente de la perte de chance, Civ. 1^{ère}, 26 novembre 2006, ayant décidé que « seule constitue une perte de chance réparable, la disparition actuelle et certaine d'une éventualité favorable », pour refuser la réparation du préjudice allégué consistant à n'avoir pu obtenir la cassation des

En somme, c'est l'existence d'une chance qui doit être certaine¹ pour fonder un droit à réparation limité à sa seule perte, qui constitue le seul préjudice réparable, et non l'évènement favorable lui-même qui, simplement éventuel, n'est pas indemnisable et, s'il était certain, constituerait alors un préjudice futur rendant inutile le recours à la notion de perte de chance².

397. Cet oxymore qu'est la chance certaine suppose alors d'avoir recours à la notion de probabilité, en considération d'une analyse rétrospective des conséquences favorables qui auraient pu résulter de la conduite de la victime, n'était-ce la faute de l'auteur du dommage. Quoique conforme aux principes du droit de la responsabilité, en ce que la chance doit être réelle et sérieuse et n'est indemnisée qu'en elle-même, c'est-à-dire comme une fraction de l'entier dommage³, elle suppose d'ériger la probabilité en certitude⁴. Or, « [l]a notion même de probabilité s'oppose à celle de certitude. Elle peut essayer de pallier son absence, elle ne peut parfaitement la remplacer »⁵. À l'égard de l'inexécution d'une obligation d'information, l'incertitude s'étend. Elle n'affecte pas simplement la réalisation de l'évènement favorable. Elle tient au comportement même de la victime, dont il s'agit de déterminer comment elle aurait agi si elle avait bénéficié d'une information suffisante. En somme, au risque d'incertitude objective attaché à l'appréciation du caractère réel et sérieux de la chance alléguée, s'ajoute une incertitude subjective liée au comportement qu'aurait tenu la victime autrement informée. Au titre de l'inexécution d'une obligation d'information, la perte de chance présente inévitablement un caractère hypothétique lié au rôle que le défaut d'information a tenu dans la décision prise par le créancier. C'est là mettre un pied sur le terrain glissant des motivations de la victime et des ressorts psychologiques la conduisant à une prise de décision. D'un point de vue strictement juridique, c'est alors une autre condition de la responsabilité qui pose problème. À la difficulté de soumettre la chance perdue aux

décisions rendus par les juges du fond à l'encontre des demandeurs : *Bull. civ. I*, n° 498 ; *D.* 2006, *IR.* 3013 ; *JCP G* 2007, I, 115, n° 2, obs. P. STOFFEL-MUNCK ; *RDC* 2007, p. 266, obs. D. MAZEAUD. Cette définition est éclairée par cette observation d'un auteur qui énonce que « la perte de gain, dans l'opinion qui tend à prévaloir, est plus qu'un dommage éventuel, car la chance de gain représente d'ores et déjà dans le patrimoine une valeur qui peut être évaluée d'après un calcul de probabilités », J. CARBONNIER, *Droit civil – Les biens, les obligations*, PUF, 2004, n° 1121, p. 2270.

¹ G. VINEY et P. JOURDAIN, *Les conditions de la responsabilité*, 3^e éd., L.G.D.J. 2006, n° 279, p. 91 : « L'existence d'un aléa ne retire donc pas toute réalité à la chance et, par conséquent, elle n'empêche pas que sa disparition ne puisse être ressentie comme un dommage ».

² F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 700-701, p. 714 et s. ; G. VINEY et P. JOURDAIN, *op. cit.*, n° 279, p. 90.

³ G. VINEY et P. JOURDAIN, *op. cit.*, n° 283, p. 98 et suivants, sur le caractère réel et sérieux de la chance perdue et n° 284, p. 102 sur son évaluation.

⁴ A. BÉNABENT, *La chance et le droit*, préf. J. CARBONNIER, L.G.D.J. 1973, n° 4, p. 8 : « la chance, insaisissable sur le plan individuel, peut être cernée et maîtrisée par le grand nombre : les chances se calculent ». L'auteur évoque par la suite le recours à la notion de perte de chance, présentée comme un pronostic imaginaire comme utilisation d'une probabilité par le juge en présence de cas isolés : n° 237, p. 179.

⁵ *Idem*, n° 5, p. 8.

caractères du préjudice s'ajoute la détermination du lien de causalité qui l'unit au défaut d'information¹.

398. Face à cette double incertitude qui affecte la perte de chance résultant de l'inexécution d'une obligation d'information, la jurisprudence a reconnu pareil préjudice comme substitut à la preuve du lien de causalité entre le défaut d'information et le préjudice². Dès lors que la chance paraissait réelle et sérieuse, mais compte tenu du caractère hypothétique du rapport de causalité entre la faute et le préjudice, elle a limité l'indemnisation à la chance perdue, en supposant un comportement de la victime permettant d'éviter l'entier dommage si elle avait été correctement informée³.
399. La qualification du préjudice comme perte de chance, résultant de l'inexécution d'une obligation d'information, repose ainsi de manière nécessaire sur une incertitude causale, plus que sur une confusion entre préjudice et causalité partielle. Elle a pour conséquence que le dommage allégué par le demandeur n'est que partiellement mis à la charge du défendeur⁴. En somme, c'est en limitant l'assiette du préjudice réparable qu'elle a entendu remédier aux difficultés d'établir avec précision le lien de causalité entre la faute et le dommage.

Telle a été précisément l'attitude adoptée par la jurisprudence dans différents domaines du droit des instruments financiers, afin de limiter le droit à réparation des investisseurs.

2. L'application particulière aux prestations de services d'investissement

400. La préoccupation de limiter le droit à réparation des investisseurs est générale en droit des instruments financiers, où les juridictions recourent de manière systématique à la perte de chance pour qualifier les préjudices supposés découler d'une information insuffisante ou inexacte. La même difficulté de qualification se rencontre en effet en relation aux préjudices résultant des délits et manquements de diffusion de fausses informations. Comme levier de politique juridictionnelle, la réparation fondée sur la perte de chance constitue donc un substitut à la preuve du lien de causalité, de manière à assurer une indemnisation partielle.

¹ G. VINEY et P. JOURDAIN, *op. cit.*, n° 369-1, p. 227 : « Comment être sûr alors que, dûment informée, la victime aurait eu le comportement propre à éviter le dommage ? Une incertitude affecte presque congénitalement le lien de causalité ».

² V. les nombreux exemples cités, spécialement en matière médicale, G. VINEY et P. JOURDAIN, *op. cit.*, n° 369-1, p. 227.

³ *Idem*, n° 280, p. 95 : « Faute de certitude sur l'attitude qu'aurait eu la victime si elle avait été dûment informée ou conseillée, les tribunaux n'indemnisent généralement que la perte d'une chance de prendre une décision ou d'avoir une attitude qui aurait évité le dommage ».

⁴ Il n'est en effet pas de réparation partielle, mais une réparation intégrale d'un dommage dont l'étendue est déterminée par référence à une perte plus vaste.

401. Appliquée à la responsabilité du prestataire de services d'investissement pour inexécution de l'obligation d'information qu'il doit à son client sur le risque que comporte l'instrument financier, la jurisprudence définit le préjudice réparable lié à la perte de chance, à partir de l'impossibilité dans laquelle s'est trouvé le client de prendre une décision d'investissement plus profitable. Cette position a été adoptée dans un arrêt rendu par la chambre commerciale le 10 décembre 1996¹. Ayant effectué des opérations sur le marché à règlement mensuel, la cliente d'une société de bourse s'était vue assignée par celle-ci en paiement du solde débiteur de son compte. Elle forma alors une demande reconventionnelle contre la société au titre des fautes commises par celle-ci, au nombre desquelles figurait un manquement à son obligation de mise en garde contre les risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme. La Cour d'appel accueille cette demande et retient que la société de bourse n'était pas fondée à réclamer le remboursement du solde débiteur du compte. En effet, le préjudice subi par la cliente avait été causé, selon la Cour, par les fautes commises par la société. Une telle analyse est censurée par la chambre commerciale au visa de l'article 1147 du Code civil, en ce que le manquement de la société à son obligation de mise en garde sur les opérations du marché à règlement mensuel avait « *seulement privé sa cliente d'une chance d'échapper, par une décision peut-être plus judicieuse, au risque qui s'est finalement réalisé, perte qui constitue un préjudice distinct de celui qui résulte des opérations qu'elle a effectivement réalisées ou fait réaliser* ». C'est ainsi la définition du préjudice causé par l'inexécution de son obligation de mise en garde par la société de bourse qui fonde la cassation. La Cour d'appel avait estimé que le préjudice subi par la cliente s'étendait à la totalité des pertes qu'avait engendrées la réalisation des opérations sur le marché à règlement mensuel. La chambre commerciale lui oppose en substance que le préjudice réparable n'est pas constitué par les pertes effectivement subies, mais qu'il en est distinct et réside dans la perte de chance de n'avoir pu réaliser une opération plus profitable.
402. La conséquence de l'adoption d'une telle définition du préjudice subi est claire : « *les fautes commises par l'intermédiaire, qui sont à l'origine de son propre préjudice ne sauraient exonérer totalement le client du remboursement du solde débiteur de son compte* »². Selon cette jurisprudence, la créance de réparation en dommages-intérêts, née dans le patrimoine du client victime de l'inexécution de l'obligation d'information, est définie à partir des possibilités d'investissement qui s'offraient à lui lors de la conclusion du contrat avec ce prestataire et, plus spécialement, de toutes celles qui le soumettaient à un risque dont la réalisation aurait engendré pour lui des pertes n'atteignant pas celles qu'il a subies.

¹ Com., 10 décembre 1996, *France Compensation Bourse c/ Chevalier*, Bull. civ. IV, n° 307, p. 261 ; Bull. Joly Bourse, 1997, p.205, note H. de VAUPLANE (1^{ère} espèce) ; *Banque & Droit.*, mars-avril 1997, p.37, obs. H. de VAUPLANE ; *RDBB*, nov.-déc. 1997, p. 20, n° 15, obs. F.-X. LUCAS ; *RJDA* 3/97, n° 367, p.232 (3^e espèce).

² Bull. Joly Bourse, 1997, §22, p.205, note H. de VAUPLANE (1^{ère} espèce).

403. Cette solution prédomine en jurisprudence¹ pour des raisons qui ne résistent pas à la critique. Cette jurisprudence procède ainsi à une assimilation regrettable et fréquemment dénoncée² entre l'établissement nécessaire d'un rapport de causalité entre la faute et le dommage et le préjudice lui-même³. Un auteur a dénoncé les insuffisances d'une telle solution⁴, faisant une juste application de la distinction élaborée par le professeur FABRE-MAGNAN entre la perte d'une chance et l'exposition à un risque⁵. Comme cette dernière l'a souligné, à la différence de l'étudiant empêché de participer à un concours à cause d'un accident dont il a été victime, « lorsqu'une personne n'a pas reçu une information et n'a donc pas adopté un comportement conforme à ses intérêts, elle n'a pas réellement été privée de la chance d'agir différemment, car, avant de recevoir l'information, elle n'avait pas dans son patrimoine une chance d'agir différemment »⁶. Dès lors, « [i]l ne s'agit plus de la perte d'une chance existante, préjudice certain et réparable, mais en quelque sorte de la perte d'une chance de création d'une

¹ Sur renvoi, la Cour d'appel de Versailles a retenu, dans le sens de l'arrêt de la chambre commerciale, que « les manquements fautifs de la société Louis Baudouin à ses obligations sont à l'origine du préjudice souffert par Mlle Chevalier, privée d'un chance d'échapper, par des décisions éventuellement plus judicieuses, au risque de pertes qui s'est, en définitive, réalisé », CA Versailles, 21 septembre 1999, n° 284/97 : *Bull. Joly Bourse*, janv.-févr. 2000, p. 51, note L. RUET ; ultérieurement, TGI Paris, 7 novembre 2001, *ING Ferri SA c/ Epoux Azoulay*, retenant que si, en l'espèce, les clients étaient des investisseurs avertis des risques que comportaient les opérations réalisées et ne pouvaient ainsi se prévaloir d'un défaut d'appel de couverture, l'intermédiaire avait commis une faute en ne suspendant pas les ordres transmis par les donneurs d'ordre suite à une panne informatique, faute qui « [avait] entraîné pour M. et Mme Azoulay une perte de chance de limiter leurs pertes financières ». Sur cet arrêt, L. RUET, *Bull. Joly Bourse* 2002, p. 16 ; pour un refus, tiré de l'absence d'un lien de causalité, CA Paris, 14 mai 2004, n° 2002/18955, *Mme X c/ société Boursorama* : *Bull. Joly Bourse* 2004, p. 639, L. RUET ; plus récemment, CA Paris, 15^e ch.B, 22 janvier 2009, *SA Banque Privée Fideuram c/ Garmendia : Banque & Droit*, chron. p. 22 et s. (3^e espèce), H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, J.-P. BORNET, B. de SAINT MARS ; CA Paris, 15^e ch. B, 26 mars 2009, n° 07/05820 : *JurisData* n° 2009-004538 : I. RIASSETTO, *RDBF*, sept.-oct. 2009, comm.172 ; Com., 12 février 2008, n° 06-21974 : *JurisData* n° 2008-042781 ; *RDBF*, mai-juin 2008, comm. 90, S. TORCK ; Com., 15 septembre 2009, n° 08-14398 : *Banque & Droit*, chron. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, J.-P. BORNET, B. de SAINT MARS, p. 44.

² D.-R. MARTIN, « De la causalité dans la responsabilité civile du prêteur », *Banque & Droit* nov.-déc.1999, p.7 : « S'il peut identifier au moins une perte de chance (...), le juge s'en saisit alors comme l'expression providentielle d'un rapport indubitable de cause à effet entre la faute de la banque et le préjudice invoqué. Or, c'est là que gît l'erreur de raisonnement. Car la perte de chance n'a aucune vertu causale ». Un arrêt de cour d'Appel a toutefois fait preuve d'une certaine rigueur en appliquant la qualification de la perte de chance pour exclure, en l'espèce, le droit à réparation, du fait de l'absence d'un lien de causalité entre les manquements aux obligations d'informations allégués et la perte « d'une chance sérieuse de limiter, par des décisions appropriées, le montant des pertes subies », CA Paris, 13 septembre 2002, n° 2000/20635, *Epoux Pellefigue c/ Sté Delahaye Finance* : *Bull. Joly Bourse* 2003, p. 31, note L. RUET. Si la qualification du préjudice ne convainc pas, il apparaît néanmoins que les juges du fond n'ont entendu prêter aucune dimension intrinsèquement causale à la perte de chance, sans doute du fait qu'en l'espèce, le dommage résultait de la conservation d'options négociables et non de leur acquisition.

³ Une telle assimilation résulte clairement des critères mis en œuvre par la chambre commerciale pour déterminer le préjudice subi par le client. Dans un arrêt rendu le 15 septembre 2009, la chambre commerciale approuve une Cour d'appel d'avoir déterminé le préjudice constitué par la perte de chance, en prenant en considération « la forte attraction qu'exerçait, sur les investisseurs, au cours de la période considérée, les plus-values jusqu'alors réalisées et la chute des marchés boursiers survenue peu après l'ouverture du compte, indépendante de la faute de la société », Com. 15 sept.2009, préc.

⁴ S. BONFILS, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, préf. M.-A. FRISON-ROCHE, L.G.D.J. 2005, n° 228-231, p. 119-121.

⁵ M. FABRE-MAGNAN, *De l'obligation d'information dans les contrats – Essai d'une théorie*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J. 1992, n° 620 et s., p. 493.

⁶ *Ibid.*

chance, préjudice incertain et non réparable »¹. M. BONFILS observe alors à juste titre que, du fait de l'inexécution de son obligation d'informer son client, « [l]'intermédiaire a seulement exposé l'investisseur à un risque en ne le mettant pas à même de prendre les mesures adéquates pour s'en prémunir »².

404. Ainsi, la critique à adresser à cette jurisprudence est double. D'une part, elle procède à une confusion entre perte de chance et réalisation d'un aléa défavorable, dont l'éventualité est inhérente à toute décision d'investissement³. Le préjudice doit alors être défini non à partir de l'éventualité de réaliser un investissement plus profitable, mais bien en raison du fait que l'inexécution de son obligation par le prestataire a conduit le client à participer à une activité dont il n'a pas correctement mesuré et, par conséquent, accepté les risques. D'autre part, et de manière plus fondamentale, le raisonnement proposé ne permet pas la détermination rigoureuse du montant du préjudice réparable. S'il faut constater que l'inexécution d'information sur les risques a soumis le client à des pertes plus importantes qu'à celles qu'il avait anticipées lors de la conclusion du contrat, il est toutefois délicat de déterminer *a posteriori* quelle pouvait être son degré d'aversion au risque. Dit en termes plus courants, il n'est pas juste d'estimer que le client aurait nécessairement opté pour un placement moins risqué.
405. De plus, adopter pour référence la perte de chance de prendre une décision d'investissement dans un instrument financier comportant un moindre risque laisse ouvertes différentes alternatives entre lesquelles il n'est pas facile de trancher. Doit-on déterminer le montant du préjudice à partir des différents instruments proposés par le prestataire lui-même ou en fonction d'instruments aux caractéristiques voisines de celui qui avait été convenu entre les parties ? En somme, faut-il prendre en compte l'offre de produits financiers en général ou seulement celle dont disposait le prestataire ? La généralité des termes employés par la jurisprudence évoquée invite à opter pour la première solution. Il faut donc prendre pour référence l'ensemble des instruments financiers qui auraient soumis l'investisseur à un risque nécessairement inférieur à celui réalisé mais, parmi ceux-là, lesquels choisir ? Faut-il alors se livrer à la recherche divinatoire du degré d'aversion au risque de l'investisseur ou réaliser *a posteriori* un test équivalent à celui de l'adaptation ou de l'adéquation du produit ? Cette dernière voie, outre le fait qu'elle laisse place à une grande marge d'appréciation au juge saisi, souffrirait d'un défaut majeur. Une chose est de constater l'inexécution de l'obligation d'information sur les risques, une autre consiste à définir le caractère approprié ou adapté de l'instrument financier. Or, il se peut fort bien que, compte tenu de son expérience et de son

¹ *Idem*, n° 610 et s., p. 485 et s.

² S. BONFILS, *op. cit.*, n° 231, p. 120.

³ C. RUELLAN, « La perte de chance en droit privé », *RRJ* 1999, n° 13, p. 734 : « Il existe, en dehors du contrat aléatoire, un autre mode d'acceptation de l'aléa, l'activité aléatoire. Dès lors qu'un individu a accepté de participer à une telle activité, il renonce implicitement à invoquer le préjudice résultant des aléas attachés à cette activité. Le caractère aléatoire réside ainsi dans l'existence des risques inhérents à l'activité ».

patrimoine, le client se soit vu proposer par le prestataire un instrument financier fondamentalement adapté à ses attentes, indépendamment de l'information dont il a bénéficié. Une telle appréciation, réalisée *a posteriori*, conduira dans une impasse. Pour évaluer le montant du préjudice réparable, le juge se bornera alors à constater que l'instrument financier aurait pu être adapté au client, moyennant une information correctement communiquée.

Quel sera alors le préjudice ? En effet, pour fonder l'exercice d'une action en réparation pour inexécution, il est nécessaire de démontrer la réalité du préjudice. Or, la réalisation du risque de dépréciation de la valeur d'un instrument financier n'en constitue pas un en soi. Il n'en constitue un qu'autant que l'inexécution de l'obligation d'information à laquelle est tenu le prestataire en est la cause directe et immédiate.

Face à toutes ces incertitudes, il apparaît nécessaire d'apprécier les avantages et inconvénients de l'autre voie dans laquelle s'est engagée la jurisprudence dans un arrêt, consistant à indemniser le client à hauteur de la totalité des pertes subies.

B. L'extension souhaitable de la réparation à l'intégralité de la perte subie

406. La limitation du préjudice causé par le défaut de l'information communiquée à la perte de chance consistant à n'avoir pu réaliser un investissement plus profitable encourt la critique. Les confusions dénoncées, si elles sont classiques, n'en sont pas moins regrettables. Outre leur absence de rigueur, elles sont mal fondées en opportunité. Il convient en effet, compte tenu de la place prêtée à l'information exigée du prestataire de services d'investissement, d'admettre que la réparation puisse s'étendre à l'intégralité de la perte en capital subie par l'investisseur.

Au titre de l'information attendue des prestataires de services d'investissement, il convient d'admettre la possibilité d'une réparation intégrale du préjudice, résultant de la décision d'investissement (1), sous l'importante réserve d'une démonstration rigoureuse du lien de causalité entre l'insuffisance ou l'absence d'information et la décision d'investissement (2). A ce titre, les solutions proposées n'ont pas vocation à être généralisées en droit des instruments financiers, car la fonction intellectuelle de l'information a une incidence sur la possibilité d'établir le lien de causalité entre la décision d'investissement et l'information fautive ou trompeuse (3).

1. La réparation d'un « *préjudice de décision* »¹

407. Plus récemment, des arrêts sont venus modifier la définition du préjudice reconnu au client pour inexécution de l'obligation d'information qui pèse sur le prestataire. La chambre commerciale a étendu le droit à réparation à la totalité des pertes subies, en retenant que la fourniture d'un conseil inadapté constituait « *une faute sans laquelle ce dernier [le client] n'aurait pas procédé aux opérations génératrices de pertes* »². Il a été remarqué par certains auteurs que cette solution a été rendue au sujet d'un manquement du prestataire à son devoir de conseil³. Si l'observation mérite que l'on s'y arrête, elle ne doit pas être retenue comme justification de la solution. L'on ne voit pas pourquoi l'intensité plus ou moins grande de l'obligation qui pèse sur le prestataire pourrait diminuer sa responsabilité. En effet, pareille intensité de l'obligation n'est pas nécessairement en lien avec les conséquences qu'est susceptible d'entraîner son inexécution.
408. Il faut alors en revenir aux règles générales qui gouvernent la matière. Le préjudice réparable doit en effet être délimité, non en fonction du fait générateur, mais bien à partir des règles posées par le droit commun de la responsabilité contractuelle. Selon ces règles, qui ont été rappelées plus haut, le préjudice réparable consécutif à une inexécution fautive d'une obligation contractuelle s'étend au gain manqué et à la perte éprouvée. Or, le défaut d'information, qu'il résulte d'une mise en garde ou d'un conseil, peut avoir entraîné les mêmes conséquences. Le client n'a pas pu mesurer de manière adéquate le risque attaché à l'instrument financier sur lequel la prestation de services devait être réalisée. Qu'il n'ait pas été alerté du risque ou qu'il ne lui ait pas été conseillé de s'abstenir est sans incidence sur l'étendue du dommage qu'il a subi. En effet, en se fondant sur l'intensité de l'obligation qui pèse sur le prestataire, l'analyse se fonde *a priori* et de manière abstraite sur le fait générateur de responsabilité. Elle conduit ainsi à accorder une importance surdimensionnée à la distinction entre mise en garde et conseil, dont les conséquences pratiques, au plan de la prise de décision de l'investisseur, apparaissent discutables. La mise en garde sur le risque peut prendre la valeur d'un conseil et le conseil qui consiste à dissuader un client de ne pas réaliser une certaine opération revient à le mettre en garde contre les conséquences possibles de sa décision. De manière plus fondamentale, une telle démarche infère donc un préjudice plus important d'une inexécution plus grave. C'est là se tromper de paramètre. Le préjudice, pour peu qu'il constitue un gain manqué ou une perte éprouvée, doit être déterminé en lui-même,

¹ N. SPITZ, *La réparation des préjudices boursiers*, préf. A. PIETRANCOSTA, Revue Banque édition, 2010, n° 469, p. 297.

² Com. 8 avril 2008, préc.

³ « La différence entre obligation d'information et obligation de conseil apparaît ainsi très nettement dans cet arrêt de censure : l'information porte sur les conditions générales du service sollicité par le client, alors que le conseil porte sur l'opportunité de l'opération projetée, au regard de la situation personnelle et patrimoniale du client. Le conseil repose certes sur des informations transmises au client, mais ces informations doivent être pertinentes et adaptées à la situation personnelle et patrimoniale du client », M. STORCK, *RTD com.* 2008, p. 592.

comme conséquence de l'inexécution, et non en fonction de la gravité de l'inexécution. Le préjudice doit simplement être déterminé comme conséquence dommageable de l'inexécution contractuelle là où le rapport de causalité est suffisamment établi, la gravité de l'inexécution étant indifférente quant à son assiette.

409. À cet égard, il convient de se référer à la distinction forgée par un auteur, dans le domaine voisin des préjudices boursiers¹, entre préjudice de condition et préjudice de décision². Alors que le préjudice de conditions³ est lié aux conditions objectives dans lesquelles a été réalisée l'opération ayant causé un préjudice à l'investisseur, le préjudice de décision⁴ suppose la prise en compte des modalités subjectives de la décision. Dans le premier cas, ce sont les conditions objectives de réalisation de l'opération qui sont source du préjudice, dans le second cas, c'est la décision d'investir en elle-même qui a causé un préjudice à l'investisseur, compte tenu de l'information inexacte ou incomplète sur laquelle il s'est fondé.
410. En raisonnant exclusivement à partir du rapport bilatéral qui s'instaure entre le client et le prestataire de services d'investissement, il apparaît que, quelle que soit l'intensité de l'obligation qui pèse sur ce dernier, le défaut ou l'inexactitude de l'exécution a conduit l'investisseur à prendre une décision d'investissement mal informée. C'est ainsi, dans tous les cas de figure, un préjudice de décision qui est engendré par la faute du prestataire. La décision d'investir repose elle-même sur une défaillance du prestataire dans l'éclairage qu'il lui faut apporter au client sur le risque que comporte l'opération. N'est-il pas, dès lors, artificiel de distinguer le préjudice réparable, selon que l'inexécution reprochée porte sur le devoir de mise en garde ou sur l'obligation de conseil ? Outre la difficulté qu'il y a à les distinguer autrement que par une référence à leur différence de fondement, mise en garde et conseil ont bien la même fonction, rapportée au besoin de maîtrise du risque que comporte l'opération projetée.
411. La différence supposée réside dans le degré d'influence prêté au prestataire quant à la décision du client. La mise en garde implique d'attirer l'attention du client sur le risque, alors que le conseil doit permettre de déterminer le niveau de risque adapté au client. Si une telle

¹ Dans ce travail, ne s'attachant qu'à la réparation des préjudices boursiers, l'auteur pose le problème suivant : « les modalités d'exécution d'une transaction boursière justifient-elles un régime particulier de responsabilité civile lorsque cette transaction a été réalisée à un cours anormal ? », N. SPITZ, *La réparation des préjudices boursiers*, préf. A. PIETRANCOSTA, Revue Banque édition, 2010, n° 5, p. 18.

n° 5, p. 9-10. Son travail se construit alors autour de la définition suivante de la notion de préjudice boursier, entendu comme « le dommage subi par une personne qui détient ou aurait dû détenir un titre financier admis à la négociation sur un système multilatéral de négociation organisé, à la suite d'une atteinte au bon fonctionnement de la bourse (au sens d'un système de négociation multilatéral) », n° 50, p. 35.

² Sur laquelle nous reviendrons par la suite, cf. *infra* n° 876 et s. et n° 922 et s.

³ N. SPITZ, *op. cit.*, n° 337, p. 212 : « Nous entendons par préjudice de conditions le dommage subi par un investisseur lorsqu'il a réalisé des opérations de bourse (achat ou vente) sur un marché boursier dont le bon fonctionnement est altéré ».

⁴ N. SPITZ, n° 374, p. 232 : « Contrairement à la victime qui conteste les conditions dans lesquelles elle a effectué des opérations sur le marché boursier, un investisseur peut prétendre que la faute boursière a altéré non seulement les conditions de ses transactions mais également la décision de les entreprendre ».

distinction est exacte, il n'est pas pour autant inévitable d'en inférer une différence quant à leurs conséquences à l'égard du client. Insuffisamment mis en garde ou mal conseillé, le client se trouve exposé à un risque qu'il n'a pas été correctement mis en mesure d'apprécier. N'est-il pas alors plus simple et tout aussi rigoureux d'admettre que le préjudice qui en découle doit, dans les deux cas, s'étendre à la totalité de la perte en capital subie ? Considérer le contraire, comme semblent le faire la chambre commerciale et la doctrine évoquée plus haut, revient à affirmer que l'inexécution de son obligation de mise en garde par le prestataire n'a pas causé de manière exclusive le dommage subi par l'investisseur. Libre dans sa décision d'investir, sa volonté de s'engager n'est pas remise en cause par la mauvaise information dont il a bénéficié sur le risque que comporte l'opération. Or, quoi de plus essentiel pour le client que la connaissance d'un tel risque ? Que ce risque ait été mal évalué ou simplement mal communiqué au client, les effets sur lui sont identiques, sauf à admettre le caractère purement formel de l'obligation de mise en garde. Si l'on veut bien prêter à la mise en garde un rôle essentiel dans la conclusion des contrats de prestation de services d'investissement, encore faut-il être prêt à lui reconnaître son caractère déterminant pour l'expression du consentement du client. On l'aura compris, c'est bien à une assimilation des conséquences indemnitaires de l'inexécution de l'obligation de mise en garde et de la mauvaise exécution de l'obligation de conseil qu'il faut tendre. Le détour par la référence à la notion de perte de chance pour évaluer le préjudice subi par le client n'est alors plus nécessaire.

412. Trois raisons systématiques militent en faveur de la reconnaissance d'une extension de la responsabilité des prestataires de services d'investissement. La première résulte de la présence d'un dispositif légal d'obligations d'information qui intègre les règles de conduite à respecter au titre de leurs activités d'intermédiation. La consécration légale d'un dispositif d'information individuelle en révèle l'importance fondamentale, comme de prise de décision d'investissement pour les clients. La seconde tient au monopole dont disposent les prestataires sur les services d'investissement. En ce que leur intervention est nécessaire à la réalisation d'opérations sur instruments financiers, l'information qu'ils doivent communiquer au titre de leur prestation a vocation à protéger le client, *en même temps qu'elle leur est, d'une certaine manière, imposée*. La dernière repose sur le pouvoir de décision qui revient au prestataire dans la catégorisation du client, dont on a vu qu'elle conditionne l'étendue de l'information qui doit lui être communiquée.
413. Au terme de ce raisonnement, la question essentielle n'est plus celle de l'étendue du préjudice réparable, mais celle de la vérification du lien de causalité qui unit les pertes subies à l'inexécution constatée, indépendamment de l'intensité de l'obligation qui pèse sur le prestataire. En effet, pour admettre la réparation d'un préjudice défini de manière si extensive, encore faut-il établir le lien de causalité qui l'unit à l'inexécution ou à la mauvaise exécution de l'obligation sur le risque constatée. C'est donc vers la vérification du lien de causalité qu'il faut se tourner pour admettre l'extension proposée du préjudice réparable.

2. La preuve par présomption du lien de causalité

414. La règle générale dans le domaine de la responsabilité contractuelle est inscrite à l'article 1151 du Code civil, qui dispose que « *dans les cas même où l'inexécution résulte du dol du débiteur, les dommages et intérêts ne doivent comprendre à l'égard de la perte éprouvée par le créancier et du gain dont il a été privé, que ce qui est une suite immédiate et directe de l'inexécution de la convention* »¹. Cette disposition est analysée par la doctrine comme la consécration législative de la causalité adéquate². C'est la proximité de la faute reprochée au dommage qui fonde le droit à réparation, et non l'insertion de la faute dans une chaîne causale aux maillons multiples. Dès lors, par application de ce principe général, les pertes subies par le client ne devraient être indemnisées qu'autant qu'elles constituent une suite immédiate et directe de l'inexécution de l'obligation d'information qui pèse sur le prestataire. C'est donc à partir de l'aptitude que l'on prête aux obligations d'information à fonder la volonté du client de réaliser l'investissement qu'il faut déterminer le rapport de causalité entre les pertes subies et l'inexécution constatée.
415. Sur quoi porte donc le consentement du client en relation aux obligations de conseil ou de mise en garde du prestataire ? Le client doit être éclairé à raison des risques que comporte l'investissement. En l'absence d'une telle information, il n'est pas à même de mesurer l'étendue exacte des pertes qu'il peut encourir. Comme instrument de connaissance et de mesure du risque, les obligations d'information sont donc essentielles à la prise de décision de l'investisseur. Leur défaut est ainsi directement à l'origine de la décision malheureuse du client. Ce dernier devrait ainsi pouvoir réclamer une indemnisation à hauteur de la totalité des pertes subies, qui ne sont pas moins directement liées à l'inexécution que l'hypothétique perte de chance de prendre une décision d'investissement plus profitable. Dans une relation de causalité stricte, il faut admettre que la méconnaissance par le client du risque auquel il s'exposait est à l'origine d'une opération dont il n'a pas accepté les conséquences préjudiciables. En l'absence d'une détermination préalable du niveau de risque que comporte l'opération, que les obligations de mise en garde et de conseil ont précisément vocation à établir, la responsabilité du prestataire doit s'étendre à l'intégralité des pertes en capital subies par le client.

¹ P. MALAURIE, L. AYNÈS, P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, 5^e éd., Defrénois 2011, n° 963, p. 516-517 ; F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *Droit civil – Les obligations*, 10^e éd., Dalloz 2009, n° 592, p. 603-605 ; H., L., J. MAZEAUD, F. CHABAS, *Leçons de droit civil – Obligations, théorie générale*, T.2, vol.1, 9^{ème} éd., Montchrestien, 1998, n° 569-570, p. 660-661 ; G. MARTY, « La relation de cause en effet comme condition de la responsabilité civile », *RTD civ.* 1939, n° 15, p. 702-703.

² F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 592, p. 604.

416. Or, le lien de causalité fonde le droit à réparation autant qu'il en détermine l'étendue, en fondant l'existence du droit à réparation du fait du préjudice allégué¹. La question est alors la suivante. Comment établir le lien de causalité entre le défaut d'information et l'intégralité des pertes subies ? Compte tenu de la fonction d'intermédiation qui revient aux prestataires et du caractère impératif du dispositif d'informations auquel ils sont soumis, l'inexécution de leurs obligations peut être présumée avoir déterminé la décision d'investissement. Plutôt que de faire comme si la causalité était douteuse, mais plausible, afin de limiter l'assiette du préjudice par le biais de la perte de chance, il faut au contraire établir une présomption de causalité entre la faute et le dommage. Une telle présomption de causalité a été retenue par la jurisprudence à l'encontre d'une caisse d'épargne pour n'avoir pas établi qu'un emprunteur aurait eu une attitude le conduisant à éviter le dommage s'il avait eu connaissance d'une information non communiquée². La voie de la rigueur se situe donc dans l'admission d'un préjudice étendu, assorti d'une présomption de causalité entre l'inexécution de l'obligation d'information et le dommage. Il ne saurait toutefois être question que d'une présomption simple. Il faut en effet admettre qu'en dépit de l'importance qui leur est conférée dans le dispositif, les obligations d'information qui pèsent sur les prestataires s'accompagnent d'autres considérations qui peuvent avoir déterminé un client à prendre une décision d'investissement.
417. On peut ainsi tracer le chemin de la charge de la preuve en relation à une demande en réparation fondée sur l'inexécution d'une obligation d'information. Il appartient au débiteur de l'obligation, conformément à la jurisprudence de principe forgée dans le domaine de la responsabilité médicale, d'apporter la preuve de l'exécution de son obligation. Il revient ensuite au créancier, demandeur à l'action en réparation, de renverser la preuve apportée en établissant d'une part, que le débiteur n'a pas correctement satisfait à l'exécution de son obligation et, d'autre part, qu'il a subi une perte en capital. À ce titre, il ne lui appartient pas d'établir le caractère déterminant de l'inexécution totale ou partielle de l'obligation invoquée sur la formation de son consentement à la décision d'investissement. Il restera enfin possible au défendeur, débiteur de l'obligation, de renverser la présomption de causalité entre l'inexécution alléguée et la perte subie en capital. S'il parvient à établir que la décision d'investissement procède de considérations indifférentes à l'inexécution invoquée, il ne doit tout bonnement être procédé à aucune indemnisation.

¹ G. MARTY, « La relation de cause à effet comme condition de la responsabilité civile », *RTD civ.* 1939, n° 1, p. 686 : « la causalité ne se présente pas seulement sous l'aspect d'une condition de la responsabilité : considérée à un autre point de vue, elle intervient pour déterminer l'étendue de la réparation ; car le responsable n'est tenu de réparer le préjudice que dans la mesure où le fait (fausif ou non fausif) dont il répond peut être réputé avoir causé ce dommage ».

² Civ. 1^{re}, 17 février 1987, pourvoi n° 85-15241, *Bull. civ.* I, n°56, cité par G. VINEY et P. JOURDAIN, *op. cit.*, n° 369-1, p. 229, note 80.

418. On défendra cette construction en soulignant qu'elle n'a rien d'angélique, tant pour le client que pour le prestataire. Certes, les actions en responsabilité à l'encontre des prestataires ne sauraient constituer une assurance pour les investisseurs. Il n'en reste pas moins qu'au titre des missions essentielles qui reviennent aux prestataires figure celle d'assurer que toute décision d'investissement repose sur une bonne connaissance initiale du risque que comporte l'instrument financier ou le service proposé. Dès lors, là où l'ordre juridique leur confère une telle importance, il faut convenir que l'inexécution de leurs obligations peut déterminer une décision d'investissement, sans que la preuve doive reposer sur l'investisseur. Du côté des investisseurs, le chemin n'est pas aisé non plus. S'ils peuvent être indemnisés à hauteur de la totalité des pertes en capital subies, il leur faut d'abord établir le fait générateur de responsabilité tenant à la réalité de l'inexécution, qui apparaît délicate compte tenu des lourdes exigences de préconstitution de la preuve qui s'imposent désormais au prestataire. Celui-ci dispose, en outre, de la possibilité de renverser la présomption de causalité qui pèse sur lui en établissant, à partir des informations dont il dispose sur son client, que sa décision d'investissement s'est fondée sur des considérations étrangères, mais aussi *indifférentes* à l'obligation dont l'inexécution a été constatée.

Le raisonnement suivi ne saurait toutefois être étendu au-delà des règles de conduite applicables aux prestataires de services d'investissement, pour des raisons qu'il convient d'évoquer brièvement.

3. Confrontation avec les délits et manquements de diffusion d'informations fausses ou trompeuses

419. La qualification du préjudice comme perte de chance trouve une importante application dans un autre pan du contentieux en droit des instruments financiers. Il s'agit des actions en responsabilité consécutives aux délits ou aux manquements de diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Ainsi qu'on le verra dans la seconde partie de ce travail, la justification de cette jurisprudence est la même que celle évoquée à propos de la responsabilité des prestataires de services d'investissement. Il s'agit d'éviter que les actions en responsabilité ne se transforment en assurance contre la réalisation d'un risque d'investissement. La perte de chance, détournée de sa vocation consistant à fournir une qualification à la disparition de la possibilité de réalisation d'un événement favorable, devient pareillement un remède à l'incertitude entourant le lien de causalité entre la faute et le dommage.

420. Sans anticiper à l'excès sur l'analyse qui sera faite du préjudice résultant de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses¹, il apparaît que le recours à la notion de perte de chance n'encourt pas les mêmes critiques. Si, au plan des principes du droit de la responsabilité, la solution n'est pas davantage rigoureuse, elle apparaît, en revanche, fondée en opportunité. Les informations diffusées sur le marché n'intègrent pas de la même manière la décision de l'investisseur. Quel qu'en soit le contenu, elles évoluent dans le temps et ne s'inscrivent pas dans un cadre bilatéral entre un prestataire et son client. Elles concourent ainsi davantage à apprécier l'évolution du risque d'investissement qu'à le décrire et à le faire connaître à l'investisseur. Dès lors, si la méthode est discutable en droit, elle correspond à l'opération intellectuelle de sélection des éléments pertinents à l'évaluation du risque, qui ne saurait revenir qu'à l'investisseur lui-même. Elle répond dès lors correctement à l'objectif d'indemnisation partielle contre les risques de marché, compte tenu du contexte dans lequel la décision est prise. Les informations véhiculées par le marché présentent une telle diversité que l'on ne saurait efficacement faire peser sur les juges la vérification du lien de causalité entre l'information ponctuellement erronée et la perte en capital subie. La perte de chance est ainsi implicitement proportionnée à l'hypothèse d'une causalité simplement partielle entre l'information fautive et la décision d'investissement.
421. Contrairement à ce qui devrait en être au sujet des prestataires de services d'investissement, aucune présomption de causalité ne saurait être mise à la charge des auteurs des délits et manquements de diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Par hypothèse, les investisseurs peuvent obtenir la réparation de la perte de chance de n'avoir pas bénéficié d'une information intègre, mais il leur appartient d'établir, afin que la réparation de la perte en capital ne soit pas exclue, que l'information fautive a déterminé de manière exclusive leur décision d'investissement. Si cette voie reste concevable, elle suppose une preuve très lourde, qui ne saurait que peser sur l'investisseur. La réparation de l'entier dommage n'a ainsi été admise que par un seul arrêt², compte tenu de la lourdeur et de l'incertitude de l'issue d'une telle démonstration.
422. Si elle doit être abandonnée au sujet des relations entre les prestataires de services d'investissement et leurs clients, la perte de chance constitue en revanche une qualification appropriée pour permettre aux investisseurs de bénéficier d'un droit à réparation, sans prêter aux informations diffusées sur le marché une portée qui ne saurait être la leur compte tenu de leur diversité et de la fonction prédictive qu'elles satisfont. Elle confère au juge une marge d'appréciation dans la détermination de l'étendue du préjudice constitué par la perte de

¹ Cf. *infra* n° 876.

² Com., 22 novembre 2005, pourvoi n° 03-20600, *Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing*, Juris-Data n° 0309278, inédit : *Banque & Droit*, n° 105, janv.-févr. 2006, p. 35, obs. H. de VAUPLANE ; *RTD com.* 2006, p. 445, obs. M. STORCK.

chance critiquée en doctrine¹, mais qui s'avère en réalité adaptée à la difficulté qu'il y a à déterminer le fondement d'une décision d'investissement dans un contexte de marché où l'information est multiple et en évolution constante.

423. CONCLUSION DU CHAPITRE II - L'information exigée des prestataires de services d'investissement, en relation aux instruments financiers et services qu'ils proposent, tend à décrire le risque que comporte la décision d'investissement de manière individualisée.

Tel a été le fondement de la découverte prétorienne de l'obligation de mise en garde qui pèse sur les intermédiaires financiers, et du dispositif légal qui a consacré les obligations d'informations des prestataires de services d'investissement. La fonction d'intermédiation qu'assurent les prestataires de services d'investissement suppose d'apprécier le risque en considération de la situation particulière dans laquelle se trouve le client. La présentation exacte du risque implique la mise en relation de l'investissement envisagé avec la personne du client. Cela explique la place essentielle conférée à l'obligation de s'informer pour informer qui s'impose au prestataire dans le dispositif légal et réglementaire en vigueur. Cette obligation croît en intensité, compte tenu de son incidence sur la prise de décision de l'investisseur. Lorsqu'il détermine les décisions de son client, il ne saurait dispenser le service ou réaliser l'opération envisagée sans avoir pu évaluer son adéquation. Dans les autres cas, l'insuffisance des informations communiquées par son client implique qu'il le mette en garde. Ce dispositif confère ainsi un rôle essentiel au prestataire, au titre des négociations qui interviennent avec son client. L'intégration de règles de conduite au sein d'un dispositif légal confère aux obligations d'information qui en relèvent la valeur d'un instrument de contrôle d'opportunité de la décision envisagée par le client.

Cette analyse du dispositif conduit ainsi à remettre en cause l'analyse des conséquences de l'inexécution de l'obligation d'information individuelle qui pèse sur les prestataires à laquelle procède la jurisprudence. Celle-ci recourt, comme en d'autres domaines, à la notion de perte de chance pour limiter l'étendue du préjudice réparable et surmonter les difficultés d'établissement du lien de causalité entre la faute et le dommage. Détournée de sa fonction, la qualification du préjudice sert ainsi de substitut à l'établissement d'une autre condition de la responsabilité que constitue le lien de causalité. Cette position encourt une critique tant au plan de sa rigueur que de son opportunité. Compte tenu de la place qu'occupent les obligations d'information au sein des règles de conduite qui s'appliquent au prestataire, et du monopole qui leur revient, l'information qu'il délivre doit être analysée comme déterminant de manière nécessaire la décision d'investissement des investisseurs. Mise en garde ou conseil, l'obligation mal exécutée détermine la décision et suppose que puisse être mise à la

¹ v. en dernier lieu, D. LEDOUBLE, « Perte de chance : pour sortir des formules creuses », *RTDF* n°1/2 – 2011, p. 87.

charge des prestataires l'intégralité de la perte en capital subie par l'investisseur, sous l'importante réserve que le lien de causalité soit établi. On peut alors présumer un tel lien entre le fait générateur et la perte en capital, compte tenu de la fonction d'intermédiation que réalisent au bénéfice d'un monopole les prestataires de services d'investissement, dès lors que leur reste ouverte la possibilité de renverser une telle présomption. L'abandon de la limitation de la réparation à la perte de chance est une nécessité tant pour des raisons de principe que d'opportunité. Une telle solution ne saurait toutefois être généralisée sans un examen attentif, là encore, de son opportunité, en relation aux préjudices résultant des délits et manquements de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, compte tenu de la différence de fonction prêtée à l'information en cause dans le processus de décision.

CONCLUSION DU TITRE II

424. La description du risque d'investissement nécessaire à la prise de décision est réalisée à l'échelle individuelle dans le cadre des relations qui se nouent entre les prestataires de services d'investissement et leurs clients. Le monopole des prestations de services d'investissement repose en effet de façon essentielle sur la mission d'intermédiaire en information qui revient aux prestataires.

Si l'information de l'investisseur tend à le protéger 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 dehors des situations particulières dans lesquelles l'investisseur est assimilé à un consommateur, compte tenu du déséquilibre contractuel que pourraient induire certains procédés de distribution, le droit des instruments financiers fonde la protection sur le risque porté par l'instrument, et seulement de manière secondaire sur l'inégalité existant entre les investisseurs et les intermédiaires financiers. La place accordée à l'information dans le dispositif, si elle révèle la présence de l'ordre public en la matière, n'est pas assimilable à celle qu'elle occupe en droit de la consommation.

L'investisseur ne saurait, dès lors, être assimilé à un consommateur. La protection qu'il reçoit varie, compte tenu de ses compétences et de ses objectifs sous le contrôle du prestataire de services d'investissement.

Cette reconnaissance de différentes catégories d'investisseurs prend appui sur la teneur de la protection conférée, qui tend principalement à décrire le risque d'investissement. Elle ne suppose pas simplement la description abstraite de l'instrument ou du service proposé, mais implique un échange d'information entre le client et l'intermédiaire. Aux fins de sa juste détermination, le risque d'investissement suppose la mise en relation de l'opération projetée avec la situation particulière de l'investisseur. L'échange d'information peut être érigé en condition de la liberté contractuelle et accroît le contrôle du prestataire sur l'opportunité de l'opération, en même temps qu'il limite les possibilités de négociation de l'investisseur.

Compte tenu de l'importance des obligations d'informer et de s'informer qui pèsent sur les prestataires dans la décision d'investissement, le préjudice qu'entraîne leur inexécution ne saurait simplement être limité à la perte d'une chance pour l'investisseur. Dans le respect des conditions de la responsabilité civile, la réparation de l'intégralité du préjudice pourrait être assurée, en admettant qu'existe une présomption simple de causalité entre les pertes subies par l'investisseur et l'inexécution de l'obligation du prestataire.

Cette solution, plus rigoureuse et opportune que l'admission de la seule perte de chance comme préjudice réparable, ne saurait toutefois être étendue en relation aux fausses

informations diffusées sur le marché, dont la fonction prédictive en rend incertaine l'importance dans le processus de décision de l'investisseur.

CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE

425. En droit des instruments financiers, l'information remplit la fonction classique de description d'un objet, en vue de permettre une prise de décision par son destinataire. La protection de l'investisseur, inscrite dans la perspective du bon fonctionnement d'un marché qui repose sur la prise d'un risque patrimonial, fonde la nécessité de décrire les instruments financiers. Le contenu, le champ d'application et la détermination des créanciers des obligations d'information individuelle et collective résultent ainsi des spécificités de leur objet.

Les instruments financiers forment en effet une catégorie hétérogène, mais ont pour caractéristique commune de comporter un risque d'investissement. La nécessité de décrire à l'investisseur le risque d'investissement détermine ainsi les règles relatives à l'information collective attachée aux offres au public de titres financiers, comme à l'information individuelle issue des obligations d'information auxquelles sont soumis les prestataires de services d'investissement. La nature de l'instrument conditionne le rapport de complémentarité qui existe entre l'information collective, réalisée par le prospectus, et l'information individuelle qui intervient dans le cadre des relations entre les investisseurs et les intermédiaires financiers.

Émis par une même entité, les titres financiers font l'objet de différents procédés de diffusion dans le public, auxquels est attachée une information standardisée, sur le modèle de l'offre au public du droit civil. L'obligation d'information collective permet ainsi une description du risque d'investissement, en associant à une description des caractéristiques du titre celle de l'entité émettrice. Hormis certaines considérations d'opportunité qui conduisent à restreindre le domaine d'une telle information collective à des opérations d'une certaine ampleur, le champ d'application de l'obligation d'établir un prospectus est exclusivement délimité en fonction de l'accès à l'information des investisseurs sur le risque d'investissement.

N'étant pas émis, les contrats financiers ne sauraient, en revanche, faire l'objet d'une information collective. La description du risque est alors réalisée de manière individualisée par les intermédiaires financiers et permet, tant pour les contrats que pour les titres financiers, de mettre en relation le risque de l'opération projetée avec la situation particulière de chaque investisseur. La mise en relation directe de l'investisseur avec un intermédiaire financier conduit alors à déterminer le fondement de l'obligation d'information individuelle. Comme toute obligation d'information, celles qui pèsent sur les prestataires de services d'investissement confèrent une protection au client en éclairant son consentement. Cette dimension protectrice ne saurait toutefois être expliquée par analogie avec le droit de la consommation. Alors qu'en ce dernier domaine, l'information vient corriger une inégalité des

parties au contrat, en droit des instruments financiers, l'information vient décrire le risque propre à la décision d'investissement. Cette dimension protectrice de l'information intègre alors de façon différente l'ordre public en la matière et révèle tant le souci d'éclairer l'investisseur que d'assurer l'efficacité de la fonction d'intermédiation. Elle rejaillit naturellement sur la définition juridique même de l'investisseur, qui n'est informé qu'en considération de ses besoins réels. Il n'est donc pas une, mais plusieurs catégories de clients, à l'égard desquelles les obligations du prestataire varient et que les clients peuvent eux-mêmes moduler, sous le contrôle du prestataire.

Cette dimension purement objective de la protection détermine la teneur des obligations qui pèsent sur les prestataires. Dans le prolongement de constructions jurisprudentielles instables, la description du risque est réalisée dans le cadre de la relation entre les clients et les prestataires, selon un dispositif qui confère une place centrale à l'échange d'informations. Cette recherche de description du risque d'investissement, compte tenu de la situation particulière de l'investisseur, impose aux prestataires des obligations d'évaluation. Conséquence extrême de la nécessité d'assurer la description du risque par une information individuelle, l'impossibilité dans laquelle se trouve un prestataire d'obtenir des informations suffisantes de son client entraîne dans certains cas une limitation de la liberté contractuelle. La lourdeur de ces obligations d'évaluation a pour contrepartie d'accroître leur pouvoir de détermination du contenu de l'opération envisagée. Au service de l'efficacité de la fonction d'intermédiation qu'assurent les prestataires, le dispositif d'information individuelle révèle l'association étroite d'une logique dirigiste à une logique protectrice. Il paraît alors nécessaire de reconnaître la place essentielle de l'information individuelle dans le processus de décision d'investissement, afin d'étendre le droit à réparation des investisseurs à l'intégralité des pertes subies par suite d'une inexécution de leurs obligations par les prestataires. La limitation du droit à réparation à la perte d'une chance ne correspond pas à l'importance qu'occupent les obligations d'information imposées aux intermédiaires dans le cadre des prestations de services dont ils ont le monopole, compte tenu de la fonction intellectuelle qui revient à l'information qu'ils délivrent en vue d'une prise de décision par les investisseurs. La conclusion ne saurait être la même au sujet des règles destinées à assurer la fonction prédictive de l'information, compte tenu de la place différente qu'elles occupent dans le processus de décision d'investissement.

SECONDE PARTIE

LA FONCTION PRÉDICTIVE

426. Selon les mots d'un auteur, « *les instruments de la finance ont plutôt vocation à porter sur le futur et ajoutent à la distance à la matière la distance du temps* »¹. Cette observation s'applique tout spécialement aux marchés financiers, qui reposent sur les anticipations des opérateurs. Ce constat tient aux besoins économiques mêmes auxquels ces marchés répondent. On en distingue classiquement quatre. Les marchés financiers servent à la fois de source de financement², de cadre de spéculation et de mécanismes permettant de réaliser des opérations de couverture et d'arbitrage³. Financement, spéculation, couverture et arbitrage supposent également une évaluation d'un risque pour l'avenir. Une fois décrit, dans les conditions qui ont été analysées dans la première partie, le risque porté par les instruments financiers et quelle que soit la fonction économique qu'ils satisfont, celui-ci doit être apprécié dans la durée, en considération du contexte dans lequel l'investissement est réalisé. La description abstraite du risque porté par l'instrument doit ainsi être complétée par une information permettant aux investisseurs d'établir des prédictions relatives à leur risque d'investissement.

Deux facteurs expliquent la nécessité de déterminer en continu le risque d'investissement. Elle est d'abord étroitement liée au cadre dans lequel interviennent les négociations relatives aux instruments financiers. La cotation, quelles qu'en soient les modalités, au fixing ou en continu, suppose l'établissement d'un cours, c'est-à-dire d'un prix de référence résultant de la rencontre de l'offre et de la demande, dont la valeur évoluera en fonction des ordres d'achat et de vente. Elle résulte, ensuite, de la présence durable d'un émetteur sur un marché, dont la situation est ainsi amenée à évoluer. Les conditions juridiques d'établissement du prix déterminées par les règles de marché font ainsi écho à la nécessité d'une appréciation dans la durée de la valeur des instruments financiers et du risque qu'ils portent, fondée sur les anticipations réalisées par les opérateurs. C'est ainsi à ce besoin d'anticipation que répondent

¹ M. GERMAIN, « Sociologie de la dématérialisation », in *L'argent et le droit*, Arch. phil. droit. 42 (1997), p. 112.

² « De manière constante et quasiment structurelle, les ménages épargnent plus qu'ils n'investissent, cependant que les entreprises et les administrations investissent plus qu'elles n'épargnent. Les premiers possèdent une capacité et les secondes éprouvent un besoin de financement », P. DIDIER, *Droit commercial – Le marché financier et les groupes de sociétés*, t. 3, PUF, 1993, p. 17.

³ Spéculation, couverture et arbitrage constituent les trois fonctions traditionnelles des marchés à terme : v. à propos des MATIF et MONEP, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 16, p. 19.

les obligations d'information imposées aux différents acteurs du droit financier liées à leur intervention sur un marché. L'information ne sert plus la connaissance du bien mais la détermination de sa valeur et du risque patrimonial qu'il comporte dans la durée. S'il ne résulte pas des définitions mêmes de systèmes multilatéraux de négociation¹ et de marché réglementé² inscrites dans la directive MIF que ceux-ci constituent économiquement des marchés d'anticipation, les autres directives élaborées dans le cadre du Plan d'action pour les services financiers s'articulent autour de la double nécessité de déterminer l'information nécessaire aux anticipations des intervenants et d'en préserver certaines qualités.

À ce titre, le champ d'application des différents pans de la réglementation soumis à l'étude est amené à évoluer, à la faveur de la réforme des directives, actuellement à l'état de propositions. Si le champ d'application des règles de transparence relatives aux émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé n'est pas modifié par la proposition de réforme en examen de la directive Transparence³, le périmètre des abus de marché est étendu par la proposition de règlement aux systèmes multilatéraux et organisés de négociation⁴.

¹ Art. 4, 15) de la directive 2004/39/CE définissant le système multilatéral de négociation comme « un système multilatéral, exploité par une entreprise d'investissement ou un opérateur de marché, qui assure la rencontre – en son sein même et selon des règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs ou vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats conformément aux dispositions du titre II », précisément consacré aux conditions d'agrément et d'exercice applicables aux entreprises d'investissement, l'exploitation d'un système multilatéral de négociation étant qualifiée de service d'investissement au numéro 8 de la section A de l'annexe I de la même directive. La définition n'en a pas été retouchée par la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement [Emir sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux] du 20.10.2011, COM(2011) 652, qui en reprend les mêmes termes à son article 2, paragraphe 1, 6).

² Au sens de l'article 4, 14) de la directive 2004/39/CE, les marchés réglementés reçoivent la même définition que celle de système multilatéral de négociation, avec la précision que les contrats portent sur « des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agréé et fonctionne régulièrement conformément aux dispositions du titre III », qui leur est consacré, définition également reprise sans altération à l'article 2, paragraphe 1, 5) de la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement [Emir sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux] du 20.10.2011, COM(2011) 652.

³ L'article premier de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE limite le champ d'application des exigences concernant la divulgation d'informations périodiques et continues, comme son intitulé l'indique, « aux émetteurs de valeurs mobilières déjà admises à la négociation sur un marché réglementé ». Cette disposition n'a pas été modifiée par la réforme partielle déjà intervenue avec la directive 2010/73/CE du 24 novembre 2010, JOUE 11.12.2010, L327/1 et la proposition de réforme présentée le 25.10.2011, COM(2011) 683 ne comporte aucune modification à cet égard.

⁴ Cf. *infra*, n° 738. La reconnaissance des systèmes organisés de négociation constitue une innovation résultant de la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement [Emir sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux] du 20.10.2011, COM(2011) 652. Ils sont définis à l'article 2, paragraphe 1, (7) de la proposition comme « out système ou dispositif, autre qu'un marché réglementé ou un MTF, exploité par une entreprise d'investissement ou un opérateur de marché et au sein duquel de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers peuvent interagir d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats », conforme à la future directive MiFid, elle aussi à l'état de proposition, ainsi qu'il a été vu dans le titre précédent, présentée le 20 octobre 2011, COM(2011) 656.

Dans le cadre évoqué, l'examen des règles destinées à assurer la fonction prédictive de l'information en droit des instruments financiers révèle deux approches complémentaires, qui rendent compte des méthodes utilisées par les instances normatives. La première, analytique, permet d'appréhender la manière dont l'ordre juridique procède à la sélection des éléments d'information relatifs aux émetteurs qui paraissent indispensables aux anticipations du public. Si elle doit servir les anticipations du public, l'information ne saurait être envisagée comme un procédé contraignant pour accéder à une connaissance exhaustive de la réalité. Pour éviter un effet de saturation des destinataires, l'ordre juridique doit opérer une sélection des informations pertinentes¹. La seconde, synthétique, conduit à dégager les qualités attendues de l'information destinée au marché dont la préservation est assurée par les manquements administratifs et infractions pénales comme par les règles déterminant les conditions d'élaboration des opinions forgées par les analystes financiers et les agences de notation.

On étudiera donc successivement de quelle manière se réalise la sélection de l'information pertinente relative aux émetteurs (**Titre I**) puis, les règles destinées à préserver certaines qualités de l'information délivrée au marché, nécessaires à en assurer l'effectivité comme instrument de prédiction (**Titre II**).

¹ Rapp., se plaçant au contraire du côté du destinataire de l'information, CARBONNIER observait que « la transparence a été conçue dans son intérêt. Pourtant, bien souvent, le message ne passe pas. L'échec peut être dû à des causes très générales, qui se retrouvent dans tous les phénomènes de communication : l'effet de saturation. Si vous multipliez les panneaux de signalisation, les usagers de la route ne les regardent plus. Il se produit naturellement une sélection des informations surabondantes, quand ce n'est pas un rejet total », J. CARBONNIER, « Propos introductifs », in *La transparence*, n° spéc. *RJ com.* 1993, dir. C. LUCAS de LEYSSAC, p. 15.

TITRE I

LA SÉLECTION DE L'INFORMATION PERTINENTE

427. La détermination des informations nécessaires à la réalisation des anticipations conduisant à la décision d'investissement – ou de désinvestissement – n'est pas un donné pour l'ordre juridique. Elle suppose des choix, dont l'importance au plan de la politique législative ne saurait être méconnue, au service de la valorisation des instruments financiers.

En matière financière, ces choix sont rassemblés dans un dispositif désigné par référence au terme de transparence, métaphore¹ et concept économique² plus que juridique³, utilisé dans des domaines du droit variés⁴. Elle constitue une exigence⁵ ou un principe directeur⁶ du droit financier et désigne en droits de l'Union⁷ et en droit interne, les obligations d'information relatives à un émetteur d'instruments financiers que doivent délivrer au public les émetteurs mais aussi les investisseurs⁸. Elle tend à la réalisation d'un idéal-type de marché dans lequel l'ensemble des intervenants ont accès en permanence à tous les éléments d'information permettant une juste valorisation des instruments financiers objets de transactions. Les

¹ V. les propos introductifs de J. CARBONNIER, in *La transparence*, n° spéc. *RJ com.* 1993, dir. C. LUCAS de LEYSSAC, p. 9 et s., dans lequel l'auteur construit sa critique en filant la métaphore de la transparence comme vitre laissant passer la lumière.

² Y. CHAPUT, « La transparence : clair-obscur juridique d'un concept économique », in *Entreprise : l'information et la rumeur*, n° spéc. *RJ com.* 2005, p. 7.

³ À ce sujet, on citera la présentation faite par M. GERMAIN qui conduit à distinguer l'information de la transparence : « Information et transparence ? Pour aller vite l'on dira que l'information paraît être concept de droits des sociétés et la transparence un concept de marché. Comme si les exigences étaient plus grandes sur le marché », « Transparence et information », *LPA*, 19 nov. 1997, p. 16.

⁴ En général, *La transparence*, n° spéc. *RJ com.* 1993, dir. C. LUCAS de LEYSSAC.

⁵ Pour une évocation de la transparence au titre des exigences du droit financier à côté de celles d'égalité dans l'information, de besoin de sécurité et d'intégrité du marché, d'intérêt des investisseurs et de loyauté des transactions et de la compétition, A. COURET, H. LE NABASQUE et *alii*, *Droit financier*, 2^e éd., Dalloz 2012, n° 8, p. 9.

⁶ F. DRUMMOND, « L'information des actionnaires et des investisseurs », in *Entreprise : l'information et la rumeur*, n° spéc. *RJ com.* 2005, p. 16.

⁷ Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, JOUE 31.12.2004, L.390/38, complétée par la directive 2007/14/CE du 8 mars 2007, JOUE 9.3.2007, L.69/27 et déjà modifiée par l'article 2 de la directive 2010/73/CE du 24 novembre 2010, JOUE 11.12.2010, L.327/1. Une proposition de réforme de la directive transparence et de sa directive d'application a été présentée par la Commission le 25 octobre 2011, COM(2011) 683 final.

⁸ En effet, quoiqu'elles ne soient pas dues par les émetteurs, les obligations déclaratives des investisseurs relativement à leurs participations constituent un élément d'appréciation de l'émetteur lui-même, sous l'angle de la répartition du pouvoir de décision et des influences s'exerçant en son sein.

investisseurs, envisagés comme des agents économiques, doivent bénéficier d'une information tendanciellement adaptée et aussi complète que possible pour réaliser des décisions d'investissement rationnelles¹. Les règles de transparence en matière financière ont ainsi un objectif immédiat – rendre transparents les émetteurs –, lui-même au service d'une finalité médiata qui est celle du bon fonctionnement du marché. La transparence, fondée sur la diffusion de l'information, sert la performance économique du marché en favorisant une allocation optimale des ressources financières².

La transparence constitue ainsi le développement d'une prémisse de nature économique qui serait celle de l'information comme condition d'une prise de décision rationnelle et implique la recomposition d'un tel postulat par la règle de droit. La rationalité économique de l'investisseur, insusceptible de faire l'objet d'une détermination intrinsèque, résulte en creux de la somme des éléments d'information exigés des émetteurs. Fondée sur une préoccupation économique, la règle de droit définit elle-même les paramètres concourant à la bonne allocation des actifs financiers négociés dans un cadre de marché³. L'analyse du dispositif d'informations exigées au titre de la recherche de transparence ne présente ainsi pas la neutralité d'un modèle économique idéal. Il s'agit au contraire d'une construction qui suppose une identification par l'ordre juridique des éléments d'information susceptibles d'être érigés par la règle de droit en objets d'obligations.

Il faut alors établir les méthodes retenues par les instances normatives dans la sélection des éléments d'information pertinents. On observe fondamentalement deux procédés de détermination du contenu de l'information relative aux émetteurs. En distinguant classiquement l'information due par les émetteurs de celle attendue des investisseurs eux-mêmes, ce sont en effet deux procédés différents qui sont mis en œuvre dans l'élaboration du dispositif, en rapport avec deux difficultés particulières que pose la sélection de l'information.

¹ Reprenant l'exemple de la criée introduit par Léon WALRAS pour concevoir le modèle de concurrence pure et parfaite d'après une analyse des marchés boursiers, Y. CHAPUT, « La transparence... », préc., p. 10 : « Grâce à la « criée », qui informe les agents économiques sur les prix, les offres et les demandes s'accordent. L'intermédiaire qui « crie » les prix ne saurait en influencer la détermination qui relève de la rationalité des parties. La communication doit être transparente ».

² C'est ce que révèle la lecture du premier considérant de la Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, dont le considérant (1) *in fine* énonce que la « divulgation d'informations exactes, complètes et fournies aux moments adéquats sur les émetteurs de valeurs mobilières est garante d'une confiance durable des investisseurs et permet d'apprécier en connaissance de cause les résultats économiques et les actifs de ces émetteurs, ce qui renforce à la fois la protection des investisseurs et l'efficacité du marché ». JOUE, 31.12.2004, L.390/38.

³ Comme cela a pu être affirmé, « Par certains côtés, le droit détermine l'économie : il met en forme le marché. Sans droit, pas de marché. Il permet l'adoption de règles comptables communes et la normalisation des informations diffusées dans le public par exemple », exemples tous deux pertinents : M. BERGERAC et A. BERNARD, « Fantaisie à deux voix – À propos de Dominique Schmidt, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme* », D. 2000, p. 323.

D'une part, les instances normatives sont contraintes d'opérer un « tri » des éléments d'information relatifs à l'émetteur lui-même. Il s'agit d'identifier les données relatives à l'émetteur dont l'importance est jugée indispensable à la réalisation d'anticipations sur l'évolution de la valeur des instruments financiers par les investisseurs. C'est, ainsi, l'étude de la multiplicité des informations pertinentes qui rend compte du travail de sélection opéré au titre de la recherche de transparence. D'autre part, un élément essentiel aux anticipations du public est constitué par l'information relative aux titulaires du pouvoir de décision au sein de l'émetteur¹. En ce que l'émetteur constitue un espace de pouvoir, des luttes d'influence s'exercent en son sein, que le marché a intérêt à connaître. En effet, les modifications de la géographie du capital et de la répartition des droits de vote induisent des changements de politique de gestion susceptibles de recevoir des appréciations contrastées par le public. C'est alors les investisseurs eux-mêmes qui doivent participer à leur information respective en révélant leur influence au sein de l'émetteur. Cependant, une telle influence n'est pas susceptible d'être ramenée à une catégorie juridique unique. L'objet des obligations déclaratives présente une complexité qui ne peut être expliquée qu'à la lueur de l'information recherchée sur la puissance de vote des investisseurs.

La sélection de l'information nécessaire à la réalisation de sa fonction prédictive suit donc un mouvement, du multiple au complexe, qui détermine l'organisation des développements qui suivent. L'ordre juridique détermine la multiplicité des informations relatives aux émetteurs (**Chapitre I**) et entreprend d'appréhender la complexité de l'information relative à la puissance de vote des investisseurs (**Chapitre II**).

¹ L'information due par les actionnaires contribue à la connaissance de la situation de l'émetteur, ainsi que cela résulte de l'inclusion des règles applicables aux franchissements de seuils dans le dispositif issu de la directive 2004/109/CE précitée à Section I du chapitre III, consacrée à l'information continue (égal. articles 8, 9, 11 de la directive 2007/14/CE de la commission du 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE, JOUE 9.3.2007, L.69/27.

CHAPITRE I

LA MULTIPLICITÉ DES INFORMATIONS RELATIVES AUX ÉMETTEURS

428. Le fondement du dispositif de transparence¹ réside en ce que « [l]a valeur d'un titre coté dépend largement des informations dont le marché dispose en ce qui concerne la société émettrice et le titre en cause »². Ainsi, l'information relative aux émetteurs est un élément essentiel à la détermination des anticipations de la valeur des instruments financiers en ce que « [c]'est l'émetteur qui dispose de l'essentiel de l'information utile »³. La connaissance de l'émetteur sert donc la détermination de la valeur de l'instrument financier, seul véritable objet juridique de négociation entre les opérateurs.

Une précision s'impose à ce stade. En étudiant l'information standardisée relative aux titres financiers constituée par le prospectus, c'est déjà une information relative aux émetteurs qui a été abordée⁴. Cette information initiale n'a toutefois pas la même fonction intellectuelle que celle qui constitue le statut d'émetteur coté⁵. Essentielle, l'information que doivent diffuser⁶ les émetteurs pour satisfaire la recherche de transparence se distingue de l'information initiale qu'ils doivent communiquer à l'occasion de l'offre au public de leurs titres financiers⁷. En effet, comme on l'a remarqué, alors que « sur le marché secondaire des valeurs mobilières qu'est la Bourse, l'émetteur n'est plus un contractant (sauf dans certains cas particuliers, lorsqu'il offre de vendre ou de racheter ses propres titres), le droit positif met pourtant à sa charge, pendant toute la vie boursière du titre coté, la même obligation d'information »⁸. Au-

¹ Dispositif qui repose, dans l'espace européen, sur une logique analogue à celle de la *disclosure philosophy* qui inspire le législateur américain depuis les législations du *New deal*.

² D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, 3^e éd. Litec 2008, n° 86, p. 58.

³ *Idem*, n° 89, p. 60.

⁴ On rappellera que l'élaboration et la publication d'un prospectus peuvent être exigées de l'émetteur, mais aussi d'un tiers qui réalise une offre au public de titres financiers.

⁵ « La transposition de la Directive « Transparence » et la mise en forme du Règlement général de l'AMF qui consacre son Livre II aux émetteurs et à l'information financière ont fourni au législateur l'occasion de définir un véritable statut de l'émetteur et de lui donner une autonomie », T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 430, p. 618.

⁶ Au sens de l'article 221-3, I RG AMF « l'émetteur s'assure de la diffusion effective et intégrale de l'information réglementée définie à l'article 221-1 ». Le II de la même disposition précise, quant aux modalités de diffusion, que « l'émetteur met en ligne sur son site internet les informations réglementées dès leur diffusion. Lorsque les titres financiers de l'émetteur sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1, la publication sur son site des informations réglementées vaut diffusion effective et intégrale au sens du I ».

⁷ Cf. *supra*, n° 134 et s.

⁸ D. OHL, *op. cit.*, n° 87, p. 59.

delà de la différence de fondement juridique d'une telle obligation, qui ne peut plus être recherché dans le contrat entre émetteurs et investisseurs¹, sa fonction intellectuelle change du fait même de la cotation, qui suppose un ajustement en continu du prix résultant de la rencontre de l'offre et de la demande d'instruments financiers². En relation à l'information réglementée, qui compose le statut des émetteurs cotés, l'information ne sert plus la connaissance du bien mais la détermination de sa valeur dans la durée. L'analyse du dispositif doit donc conduire à établir de quelle manière les informations exigées sont sélectionnées, afin de permettre la détermination dans la durée de la valeur des instruments financiers et du risque qui leur est attaché.

C'est alors en considération du rythme de diffusion et du contenu de l'information exigée que peuvent être étudiées les obligations qui pèsent sur les émetteurs cotés du fait de leur statut. Dans la construction d'un modèle de marché transparent permettant des anticipations pour le public, le droit des instruments financiers réalise une sélection de l'information en fonction de sa temporalité (Section I) et des besoins de diversification de son contenu (Section II).

SECTION I : Les temps de l'information

429. Le processus de sélection de l'information en fonction de l'objectif qui lui est assigné, consistant à favoriser la transparence sur les marchés d'instruments financiers, s'inscrit dans le temps. D'une part, les instances normatives ont recours à la fixation d'échéances de publication au contenu prédéfini ; d'autre part, elles ont recours à une notion cadre, celle d'information privilégiée, imposant aux émetteurs une obligation immédiate de communication au public compte tenu de l'importance d'une telle information sur la formation du cours.
430. L'information exigée des émetteurs répond ainsi à la fonction prédictive qui lui est assignée par la théorie économique. Sa succession dans le temps et sa mise à jour permanente impliquent en effet une évaluation aussi proche et rigoureuse que possible de la situation de l'émetteur permettant d'apprécier la valeur des titres émis en fonction de ses perspectives. Comme y invitent la directive transparence et le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, il convient de distinguer l'information périodique et l'information continue³ ou

¹ Sur la suggestion de voir l'attente légitime du public à l'information comme fait générateur d'obligations, v. D. OHL, *op. cit.*, n° 87, p. 59 et les références citées, note 72.

² « La cotation donne vocation à tous les acteurs présents sur ce marché de participer aux achats et aux ventes du titre. Un titre coté est donc en permanence l'objet d'une offre et d'une demande », *idem*, n° 86, p. 58.

³ La directive 2004/109/CE consacre son chapitre II à l'information périodique avant de traiter, dans son chapitre III, de l'information continue. Sur la transposition de la directive en droit français, O. DOUVRELEUR, « Les récentes modifications du règlement général de l'AMF transposant la directive Transparence », *RTDF* n° 3 – 2006, p.153 ; L. QUANG TRAN VAN et C. UZAN, « Modification du règlement général de l'AMF : suite de la transposition de la directive transparence », *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 107.

permanente¹. Cette pure traduction temporelle ou chronologique de l'information, en fonction de la fréquence de l'exécution de l'obligation ne rend pas compte avec précision des modalités de son exécution. C'est en effet essentiellement sous ce dernier angle qu'on les étudiera dans la présente section et non dans leur contenu².

On trouve, au titre de l'information réglementée imposée aux émetteurs³, deux procédés de détermination dans le temps des obligations qui pèsent sur eux. En premier lieu, les règles de transparence se prêtent à une analyse fondée sur la périodicité de l'information. C'est une succession dans le temps des différentes informations nécessaires à l'appréciation du public que le législateur organise (§1). Il n'est toutefois pas le seul mode de détermination dans la durée des obligations d'information qui pèsent sur les émetteurs. En effet, afin de prendre en compte les événements susceptibles d'affecter de manière générale l'appréciation du public sur la situation de l'émetteur dont l'évaluation des performances par le marché s'inscrit nécessairement dans la durée, le législateur a également posé comme norme de clôture une « obligation permanente » mise à la charge des opérateurs consistant à communiquer au public les informations privilégiées dont ils disposent (§2).

§1. La périodicité des obligations d'information

431. L'inscription de l'exigibilité de l'obligation dans le temps constitue une de ses « *manières d'être* »⁴ qui invite ainsi à se tourner vers l'étude des modalités⁵ de l'obligation pour en réaliser la présentation. En effet, ces deux modalités de l'obligation que sont le terme et la condition constituent des « *aménagements pouvant concerner toutes les obligations, quelle que soit leur source* »⁶. Bien qu'elles soient de source légale, toutes les informations périodiques dues au marché peuvent en effet être reconduites à la figure des obligations à

¹ S'écartant de la terminologie de la directive, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers intitule le chapitre III du titre II de son Livre II « Information permanente ».

² Pour une étude de détail du contenu de l'information périodique, P. CLERMONTÉL, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly Editions, 2009, n° 174 et s., p. 127 ; v. pour une présentation des caractères et du contenu de l'information privilégiée, A. SOTIROPOULOU, *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit communautaire*, Thèse Paris I, 2009, n° 200, p. 152.

³ Cette notion est définie de manière analytique à l'article 2, paragraphe 1, k) de la directive 2004/109/CE comme « toute information que l'émetteur, ou toute autre personne ayant sollicité sans le consentement de celui-ci l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, est tenu de communiquer en vertu de la présente directive, de l'article 6 de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) ou des dispositions législatives, réglementaires ou administratives d'un État membre adoptées en vertu de l'article 3, paragraphe 1 de la présente directive ».

⁴ F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, 10^e éd., Dalloz 2009, n° 1198, p. 1187.

⁵ J. FLOUR, J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *Les obligations – 3. Le rapport d'obligations*, 7^e éd., Sirey 2011, n° 268, p. 257 : « On appelle obligation « à modalité », une obligation qui fait l'objet d'un aménagement particulier quant à son exigibilité, sa durée ou même son existence ». Sur l'imprécision de la notion de « modalité », M. LATINA, *Essai sur la condition en droit des contrats*, préf. D. MAZEAUD, L.G.D.J. 2009, n° 14 et s., p. 15.

⁶ J. FLOUR, J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *op. cit.*, n° 268, p. 239.

terme, au sens des articles 1185 et suivants du Code civil, et plus précisément à celle des obligations à terme suspensif et certain. Il est bien connu que cette disposition définit le terme en le distinguant de la condition : « *le terme diffère de la condition, en ce qu'il ne suspend point l'engagement, dont il retarde seulement l'exécution* ». Il en résulte que l'obligation existe. Seule son exécution dépend de la réalisation d'un évènement futur dont la réalisation apparaît certaine¹, quoique sa date ne le soit pas nécessairement.

432. L'exécution des obligations d'information périodiques qui pèsent sur les émetteurs est soumise à une succession dans le temps qui en explique la raison d'être. Compte tenu des évolutions qui ont pu affecter la situation de l'émetteur, l'information remplit une fonction historique, a-t-on pu dire², de mise à jour des données relatives à l'émetteur et aux instruments qu'il émet. Ainsi en va-t-il, selon la tripartition établie, du rapport financier annuel³ comme du rapport financier semestriel⁴ et des informations financières trimestrielles⁵, appelées à disparaître si la proposition de réforme de la directive transparence est adoptée. Cette information périodique constitue une obligation à terme dont l'exécution est due à des échéances établies par la loi après écoulement de la période de référence. L'obligation à terme est ainsi l'instrument de l'information périodique, qu'elle soit comptable et financière ou d'une autre nature, qui porte sur une période déterminée et est exigible dans un certain délai suivant l'écoulement de ladite période. Ainsi, le rapport financier annuel⁶ doit être déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers et publié par l'émetteur dans les quatre mois de la clôture de son exercice. Le rapport financier semestriel⁷ doit l'être dans les deux mois suivant

¹ On se limitera à rappeler qu'au sens de l'article 1168 du Code civil, « l'obligation est conditionnelle lorsqu'on la fait dépendre d'un évènement futur et incertain, soit en la suspendant jusqu'à ce que l'évènement arrive, soit en la résiliant, selon que l'évènement arrivera ou n'arrivera pas » : sur la distinction entre condition et terme incertain et l'évolution d'une conception à la fois subjective et objective de la certitude vers une conception purement objective, M. LATINA, *op. cit.*, n° 199 et s., p. 144, et, spéc. n° 219 et s., p. 157 à propos de la solution de principe désormais posée par la première chambre civile de la Cour de cassation au visa de l'article 1185 du Code civil selon laquelle « le terme est un évènement futur et certain auquel est subordonnée l'exigibilité ou l'extinction d'une obligation » : Civ.1^{ère}, 13 avril 1999 : *Bull. civ.* I, n° 131 ; *JCP G* 2000, II, 10309 obs. A.-S. BARTHEZ ; *Defrénois* 1999, art. 37041, p. 1001, obs. D. MAZEAUD ; *D. Aff.* 1999, n° 165, p. 937, obs. J. FADDOUL ; *CCC* 1999, *comm.* n° 125 obs. L. LEVENEUR ; 13 juill. 2004 : *Bull. civ.* I, n° 204 ; *RTD civ.* 2004, p. 734, obs. J. MESTRE ; *JCP G* 2004, II, 10155 avis de J. SAINTE-ROSE ; *D.* 2005, *Jurisp.*, p. 1009 note A. BORIES ; *Defrénois* 2004, p. 1396 obs. J.-L. AUBERT ; *CCC* 2004, *comm.* n° 172 obs. L. LEVENEUR ; *Rev. soc.* 2005, p. 378 obs. D. BONNET.

² Dans son ouvrage, un auteur intitule le développement consacré aux trois échéances de l'information périodique « Information historique », P. CLERMONT, *op. cit.*, p. 127.

³ Article 4 de la directive 2004/109/CE ; art.L.451-1-2, I et II COMOFI et art.222-3 RG AMF.

⁴ Art.5 de la directive 2004/109/CE ; art.L.451-1-2, III COMOFI et art.222-4 RG AMF.

⁵ L'article 6 de la directive 2004/109/CE préconise l'introduction de « déclarations intermédiaires de la direction » au cours de chacun des semestres de l'exercice, ouvrant toutefois aux émetteurs la possibilité de réaliser cette information trimestrielle conformément à la législation nationale ou des règles de marché leur imposant la publication de rapports financiers trimestriels. Au sens de l'article L.451-1-2, IV COMOFI, qui en précise le contenu, cette information trimestrielle ne s'applique qu'aux émetteurs de titres de capital.

⁶ Exigé par l'article L.451-1-2, I COMOFI, transposant l'article 4 de la directive 2004/109/CE, le contenu du rapport financier annuel est précisé à l'article 222-3 RG AMF.

⁷ Art.L.451-1-2, III du Code monétaire et financier, transposant l'article 5 de la directive 2004/109/CE, dont le contenu est précisé aux articles 222-4 à 222-6 du RGAMF.

la clôture du premier semestre de l'exercice et l'information financière trimestrielle¹ dans les quarante-cinq jours suivant la fin des premier et troisième trimestres de l'exercice.

433. La réglementation de l'information périodique se présente ainsi comme l'articulation de trois obligations à terme distinctes, destinées à assurer au public un accès à une information à certaines échéances, dont le contenu est fonction du moment de leur communication. Il faut en effet retenir qu'au-delà des trois obligations qui la composent, l'information périodique repose sur un présupposé qui permet d'en apprécier l'unité. Ce présupposé tient à ce que la bonne information du public suppose une certaine fréquence de la diffusion des données pertinentes. C'est ce que révèle, outre celle du considérant 1², la lecture du considérant 16 de la directive Transparence dont l'objet premier réside dans la justification d'une harmonisation des droits des Etats membres en leur imposant l'instauration d'une information trimestrielle. Selon sa première phrase, le considérant énonce que « *la diffusion d'informations plus fiables et fournies à des moments plus adéquats sur les résultats des émetteurs d'actions tout au long de l'exercice suppose par ailleurs d'élever la fréquence des informations intermédiaires* »³. La périodicité retenue par la norme cherche à assurer au marché une information répondant à un rythme adapté. Cette recherche révèle toutefois des incertitudes de la part des instances normatives. La triple information, annuelle, semestrielle et trimestrielle devrait bientôt laisser place, au moins au niveau européen, à une double information, limitée aux seuls rapports financiers annuels et semestriels. Les évaluations des besoins d'information du public ne sont ainsi pas figées et sont mises en rapport avec d'autres ordres de considérations. La récente proposition du 25 octobre 2011 tendant à modifier la directive Transparence et de sa directive d'application⁴ emporterait, si elle était adoptée en l'état, la suppression des déclarations intermédiaires de la direction au premier et troisième trimestre de chaque exercice. L'actuel article 6 de la directive Transparence se verrait ainsi purement et simplement remplacé par

¹ L'information financière trimestrielle est définie à l'article L.451-1-2, IV COMOFI. La directive 2004/109/CE désigne l'information trimestrielle comme les déclarations intermédiaires de la direction exigées à l'article 6. Sur son contenu, A. SOTIROPOULOU, *op. cit.*, n° 195, p. 148. Les éléments d'information exigés à l'article 6, paragraphe 1 de la directive ont été inscrits à l'article L.451-1-2, I, 1° et 2°, auxquels la loi française ajoute, au 3°, « le montant net par branche d'activité du chiffre d'affaires du trimestre écoulé et, le cas échéant, de chacun des trimestres précédents de l'exercice en cours et de l'ensemble de cet exercice, ainsi que l'indication des chiffres d'affaires correspondant à l'exercice précédent. Ce montant est établi individuellement ou, le cas échéant, de façon consolidée ».

² La seconde phrase du considérant 1 de la directive 2004/109/CE énonce que « la divulgation d'informations exactes, complètes et *fournies aux moments adéquats sur les émetteurs de valeurs mobilières* est garante d'une confiance durable des investisseurs et permet d'apprécier en connaissance de cause les résultats économiques et les actifs de ces émetteurs (...) », nos italiques.

³ Le considérant précise ensuite qu'« [i]l convient donc d'introduire l'obligation de publier une déclaration intermédiaire de la direction au cours du premier semestre d'un exercice et une seconde déclaration intermédiaires au cours du semestre suivant. Les émetteurs d'actions publiant déjà des rapports financiers trimestriels ne devraient pas être tenus de publier des déclarations intermédiaires de la direction ».

⁴ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et la directive 2007/14/CE de la Commission, Bruxelles, 25.10.2011 COM(2011) 683.

une nouvelle information annuelle ayant un tout autre objet¹, le futur article 3, paragraphe 1 précisant, en outre, que « [l]’Etat membre peut soumettre un émetteur à des exigences plus strictes que celles prévues dans la présente directive, sauf exiger qu’il publie des informations périodiques autres que les rapports financiers annuels visés à l’article 4 et les rapports financiers semestriels visés à l’article 5 »². À son considérant 4, après avoir évoqué la nécessité de réduire la charge administrative associée à l’information trimestrielle, la proposition énonce que « l’obligation de publier des déclarations intermédiaires de la direction ou des rapports financiers semestriels constitue une charge importante pour les émetteurs (...), sans être nécessaire à la protection des investisseurs. Elle encourage aussi la performance à court terme et décourage la performance à long terme »³. Ainsi que le révèle cette motivation, par un effet de conditionnement réciproque, le recours à la contrainte de l’obligation à terme finit ainsi par déterminer les attentes du public en même temps qu’elle cherche à les satisfaire.

434. Pareil présupposé confère au dispositif son unité par la recherche de l’articulation des obligations qui le composent. C’est en effet la détermination de l’échéance à laquelle l’obligation doit être exécutée qui constitue l’élément essentiel de distinction des obligations qui pèsent sur les émetteurs. Selon la fréquence à laquelle elle est due, l’information apparaît comme plus ou moins essentielle à la formation du prix de l’instrument financier émis. En outre, l’échéance, en ce qu’elle se rapporte à une période déterminée, permet aux instances normatives de déterminer l’information pertinente⁴, voire ses débiteurs. Ainsi, seuls les titres de capital sont concernés par les déclarations intermédiaires ou « rapports financiers trimestriels » en raison de la plus forte volatilité du cours des actions négociées sur les marchés réglementés, par comparaison avec les autres titres financiers. Pour donner un exemple tenant au contenu de l’information, le rapport des contrôleurs légaux des comptes

¹ La proposition emporte donc réécriture de l’article 6, consacré au rapport sur les sommes versées aux gouvernements, rédigés dans les termes suivants : « Les États membres imposent aux émetteurs actifs dans les industries extractives ou l’exploitation des forêts primaires, au sens de [...], d’établir, conformément au chapitre 9 de la directive 2011/.../UE du Parlement européen et du Conseil, un rapport sur les sommes versées aux gouvernements sur une base annuelle. Le rapport est rendu public au plus tard six mois après la fin de chaque exercice et reste à la disposition du public pendant au moins cinq ans. Les sommes versées aux gouvernements sont déclarées à un niveau consolidé ».

² En droit interne, en résultera l’abrogation pure et simple de l’article L.451-1-2, III COMOFI.

³ V. l’exposé des motifs de la *Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE* précitée, page 5 et, p.7 : « La publication de ces informations n’est pas jugée nécessaire à la protection des investisseurs et devrait par conséquent être laissée à l’initiative du marché, afin d’éliminer une charge administrative inutile. Les émetteurs peuvent continuer à publier de telles informations si elles répondent à une forte demande des investisseurs. Dans un souci d’efficience et pour assurer un régime d’information harmonisé, les États membres devraient cesser d’imposer cette obligation dans leur législation nationale ».

⁴ Sous un angle technique, le terme suspensif opère classiquement en retardant l’exigibilité de l’obligation qui s’impose à l’émetteur du fait de l’admission de ses titres aux négociations sur un marché réglementé. Ce report de l’exigibilité de l’obligation se profile toutefois comme une nécessité logique. En ce que l’information porte sur une période de référence, la détermination du moment de son exécution permet d’en déterminer l’objet. Sa dimension « historique » suppose l’écoulement du temps pour rendre possible son exécution. Ainsi, pour prendre l’exemple de l’échéance de publication du rapport annuel, celle-ci doit être réalisée au plus tard quatre mois après la clôture de l’exercice mais n’est logiquement exigible qu’à compter de ladite clôture.

suppose une période de référence annuelle, liée à l'écoulement d'un exercice comptable et ne figure à ce titre que dans le rapport annuel.

435. L'articulation des différentes obligations qui composent l'information périodique invite plutôt à un rapprochement avec la figure des contrats à exécution successive ou échelonnée¹. Sans que l'information réglementée n'ait sa source dans la formation d'un contrat entre investisseurs et émetteurs, elle est rendue nécessaire par la présence des titres de l'émetteur ou contrats financiers les prenant pour sous-jacents² sur un marché qui en constitue le cadre de négociation. L'admission aux négociations sur un marché fonde ainsi la nécessité d'une information de complément, quoiqu'elle n'intègre pas directement la formation du lien contractuel, contrairement à ce qu'il en est pour le prospectus³. Or, la présence sur un marché étant inscrite dans la durée, les besoins d'anticipation du public supposent une répétition de l'information qui forme alors l'objet d'autant de prestations qui doivent se répéter dans le temps⁴. Si le contrat entre les émetteurs et le public ne fonde pas les obligations d'information périodique, leur articulation induit une répétition nécessaire qui correspond à un échelonnement des prestations dans le temps. La succession des échéances de publications d'information est ainsi exigée en vue de la négociation des titres financiers ou contrats s'y rapportant dans la durée.
436. La périodicité de l'information retenue constitue le paramètre en fonction duquel l'obligation sera déterminée, tant dans son principe que dans son contenu. De la périodicité naît la précision du contenu de chacune des obligations d'information comme leur rapport de complémentarité. Ainsi, comme dispositif d'ensemble, l'exigence de périodicité est satisfaite de manière nécessaire par la succession de plusieurs obligations dont l'articulation seule permet d'assurer en continue l'information du public sur les données essentielles de chacune des périodes concernées.

En revanche, la démarche suivie est exactement inverse lorsque l'on passe à l'analyse du dispositif dit d' « information permanente ». Ce n'est plus le moment de communication qui permet de déterminer le contenu de l'information pertinente mais, au contraire, le caractère privilégié de l'information qui suppose sa mise à disposition immédiate au public. C'est le

¹ M.-L. CROS, « Les contrats à exécution échelonnée », *D.* 1989, chron. p. 49 ; sur la distinction entre contrats à exécution successive ou échelonnée, F. TÉRRE, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 70, p. 83.

² L'article 223-1 A, RG AMF définit la notion d'émetteur dans le cadre de la section consacrée à l'obligation d'information du public dans les termes suivants : « Au sens de la présente section, le terme « émetteur » désigne toute entité ou toute personne morale dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article L.524-1 ou sont supports d'un contrat à terme ou d'un titre financier admis aux négociations sur un marché réglementé ».

³ F.-G. TRÉBULLE, *op. cit.*, n° 86, p. 90 : « Le prospectus va former le premier lien de droit entre l'émetteur et le souscripteur potentiel. On peut en effet parler de premier lien de droit car c'est par sa signature au bas du prospectus que l'émetteur se manifeste pour la première fois aux tiers. C'est bien par le mécanisme de l'offre portée à la connaissance du public qu'il va être tenu ».

⁴ F. TÉRRE, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 70, p. 83.

caractère même de l'information privilégiée qui empêche la détermination *a priori* du moment de son exigibilité.

§2. L' « obligation permanente » : la communication au public d'informations privilégiées

437. Outre le fait de « *dire ce qu'on fait et qui on est à un moment donné, le « devoir de parler » qui s'impose aux émetteurs implique aussi de dire ce qu'on sait* »¹, et, ajoutons-nous, au moment où on le sait. Ainsi qu'on l'a définie, « *[l] 'information permanente comprend l'ensemble des informations qu'une entité choisit de publier ou, selon la qualification de l'information, est tenue de publier, à tout moment* »². La communication d'une information privilégiée, exigée par l'article 223-2 du règlement général AMF, constitue une obligation permanente mise à la charge des émetteurs³. Attachée à leur qualité d'émetteur, elle constitue pour eux une véritable obligation statutaire compte tenu de la présence de leur titre sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation organisé, ou du fait que leur titre constitue le sous-jacent d'un contrat financier ou d'un titre dérivé négocié sur un tel marché⁴. Ainsi, au sens de l'article 223-2, I⁵ « *tout émetteur doit, dès que possible⁶, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 et qui le concerne directement* ».
438. À la simple évocation de cette disposition, il apparaît que la technique législative utilisée est ici différente de celle évoquée dans le paragraphe précédent. L'effet particulier des informations privilégiées justifie leur communication rapide et tendanciellement instantanée à l'ensemble des agents opérant sur le marché. Un auteur remarquait, à propos de l'obligation telle qu'elle résultait de l'article 4 du règlement COB n° 90-02 que « *la COB ne désigne pas les informations dont elle requiert la diffusion par leur objet, leur contenu intrinsèque, mais*

¹ O. DOUVRELEUR, « L'information financière sur les sociétés cotées : le devoir de parler », *RTDF*, n°3 – 2007, p. 5.

² P. CLERMONT, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly éditions, 2009, n°231, p. 173.

³ Outre cette obligation générale, existent également des obligations spéciales au titre de l'information permanente. Elles ont trait aux droits attachés aux différentes catégories d'actions et instruments dérivés émis par l'émetteur d'actions y donnant accès, aux modifications des conditions d'émission et aux nouvelles émissions d'emprunt et éventuelles garanties s'y rapportant (art.223-21 RG AMF) ainsi qu'aux opérations réalisées par les dirigeants, qui se trouvent tenus de les déclarer en vertu de l'article L.621-18-1 COMOFI, précisé aux articles 223-22A et suivants RG AMF, sur lesquelles, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 443, p. 640.

⁴ Article 223-1 A RG AMF, préc.

⁵ Cette disposition figure à la section I, qui traite de l'obligation d'information du public, du chapitre III, relatif à l'information permanente, du Livre II du Règlement général.

⁶ Sur l'évolution de cette obligation initialement formulée à l'ancien article 4 du Règlement COB n° 98-07, et les dérogations qu'apportait l'article 6, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 438, p. 634-635.

par leur effet, l'influence qu'elles devraient raisonnablement produire sur le comportement des participants au marché une fois qu'elles auront été portées à leur connaissance »¹.

Cette obligation qui pèse sur les émetteurs coexiste avec une obligation de communication au public d'une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou la situation des porteurs de cet instrument. Il convient d'exposer ce qui distingue ces deux obligations (A) avant de se concentrer sur celle qui pèse sur les émetteurs (B).

A. Le dualisme de l'obligation permanente

439. L'article 223-2 du règlement général AMF n'est pas la seule disposition mettant à la charge des intervenants une obligation permanente. Cette obligation d'information imposée aux émetteurs apparaît en effet « doublée » par une obligation similaire mais distincte, à la charge de tout opérateur. Elle est inscrite à l'article 223-6, alinéa premier du règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui dispose que « *[t]oute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur les cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération* »². La règle énoncée est comparable à l'obligation permanente qui pèse sur les émetteurs. Elle n'y est toutefois pas assimilable. Une chose consiste pour un émetteur, à communiquer les informations privilégiées qui le concernent, une autre à révéler la préparation d'une opération de nature à avoir une incidence sur les cours. Qu'en est-il lorsqu'un émetteur prépare directement une opération ? Ne s'agit-il pas à la fois d'une information privilégiée qui le concerne et d'une opération qu'il importe au public de connaître lorsqu'elle peut avoir une incidence sur les cours ? La généralité des termes de l'article 223-6, qui se réfère à « *toute personne* » peut le laisser penser.
440. Les deux obligations ne coïncident toutefois pas nécessairement et les manquements qu'elles occasionnent peuvent et doivent être caractérisés de manière indépendante. En d'autres termes, il n'apparaît pas possible de conclure à l'identité des articles 223-2 et 223-6 pour

¹ M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers – Aspects juridiques*, préf. J.-B. BLAISE, L.G.D.J., 2002, n° 121, p. 81, l'auteur poursuivant en expliquant que « Cette règle, qui n'a d'équivalent dans aucun marché de biens et de services, contribue puissamment à rapprocher les marchés financiers réglementés de l'idéal d'information absolue, tel qu'il a été formulé par les pères de la théorie de la concurrence pure et parfaite », p. 82.

² Cette obligation est elle aussi sujette à un mécanisme de report semblable à celui qui sera présenté en relation à l'obligation qui pèse sur les émetteurs, dont les conditions sont prévues par l'article 223-6, al. 2 : « Si la confidentialité est momentanément nécessaire à la réalisation de l'opération et si elle est en mesure de préserver cette confidentialité, la personne mentionnée au premier alinéa peut prendre la responsabilité d'en différer la publication ».

sanctionner un émetteur qui n'aurait pas communiqué au public une information privilégiée relative à une opération qu'il prépare.

441. C'est à une telle lecture du dispositif qu'a procédé la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers dans la décision de sanction qu'elle a rendue à l'encontre de la société *Wendel* et du président de son directoire¹. Pour remédier à l'absence de règles imposant d'inclure au numérateur des déclarations de franchissements de seuils des dérivés à dénouement en numéraire², le régulateur a ouvert une procédure de sanction à l'encontre de la société et de son dirigeant au titre de manquement à l'information permanente sur le double fondement des articles 223-2 et 223-6. Dans sa décision, la Commission des sanctions réunie en formation plénière se livre à une analyse séparée des griefs fondés sur chacune de ces dispositions, selon un raisonnement qui diffère.

Au titre du manquement poursuivi sur le fondement de l'article 223-6, la commission procède à une analyse des circonstances de l'espèce lui permettant d'établir que la conclusion de *Total Return Swaps*, associée à l'acquisition des actions sous-jacentes de la société Saint-Gobain par les banques contractantes à des fins de couverture, ne trouvait « *son sens que dans la préparation des meilleures conditions d'une montée au capital de Saint Gobain* »³. En somme, la commission identifie, derrière le montage financier, l'opération financière que les parties entendaient réaliser et qui constituait le fait générateur de l'obligation d'information. La naissance de l'obligation est déterminée au 21 juin 2007, date de conclusion du dernier TRS⁴.

En relation au manquement à l'obligation résultant de l'article 223-6, la commission s'attache à déterminer le caractère privilégié de l'information relative « *à la mise en place par la société Wendel SA, de l'opération financière permettant, à terme, de prendre une participation substantielle dans le capital de la société Saint-Gobain* »⁵. Ce n'est qu'une fois établi le caractère privilégié de cette information que la commission conclut à la réalité du manquement à compter du 3 septembre 2007, date à laquelle l'information était devenue précise du fait que Wendel avait décidé de commencer à acquérir des actions de Saint-Gobain et à réduire parallèlement son exposition au risque économique au travers des TRS⁶.

¹ Décision de sanction AMF, Ass. plén., 13 décembre 2010, *Sté Wendel SA, M. J.-B. Lafonta et Sté Deutsche Bank Paris*, sur laquelle, T. BONNEAU, « Les prises de contrôle rampantes rattrapées par l'article 223-6 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 257 ; H. LE NABASQUE, « *Total return swap* : l'obsession du numérateur », *Rev. soc.* 2011, p. 212 ; A. GAUDEMET, « *Affaire Wendel-Saint-Gobain* : un parfum de LVMH ? », *D.* 2011, p. 855 ; S. TORCK, « Manquement à l'obligation de publier une information privilégiée et fraude à la loi », *RDBF*, mars-avril 2011, comm. 74 ; R. MORTIER, « *Affaire Wendel* : rupture du charme des Total Return Swaps (TRS) », *Dr. sociétés*, juin 2011, comm. 114.

² Sur la question du choix entre assimilation et information séparée des produits dérivés à dénouement en numéraire, v. infra n° 606 et s.

³ Sanct. AMF plén., 13 déc. 2010, préc., II point 2.4.

⁴ Sanct. AMF plén., 13 déc. 2010, préc., point 4.

⁵ Sanct. AMF plén., 13 déc. 2010, préc., III.

⁶ Sanct. AMF plén., 13 déc. 2010, préc., III, points 1.1 et 2.

442. En somme, une même opération constitue le fait générateur de deux manquements distincts à l'information permanente du public. Dans un cas, elle est appréhendée en elle-même ; dans l'autre, elle l'est comme objet particulier d'information privilégiée. Il n'en reste pas moins que les mêmes faits ont fondé une double déclaration de responsabilité au titre de manquements à deux obligations, nées à des dates différentes¹. Par une analogie avec le droit pénal, il apparaît que la commission s'est trouvée confrontée, en raison des deux fondements de la notification de griefs, à une situation de « concours idéal » non plus d'infractions² mais de manquements. Si, en raison de leurs éléments constitutifs distincts, la commission en apprécie l'existence à des dates différentes, c'est bien la même opération qui aurait dû faire l'objet d'une double information.
443. Cette redondance apparente des fondements de la sanction prononcée dans l'affaire *Wendel* a suscité de vives réactions de la part des commentateurs. Selon l'analyse d'un auteur, « *[s]i l'AMF avait bien voulu appliquer strictement l'article 223-2, conformément à ce qu'impose la directive « Abus de marché », s'agissant d'une information privilégiée qui concerne directement l'émetteur, il n'y avait aucune raison de mettre en œuvre, parallèlement, l'article 223-6 (...). Or, il ne faisait aucun doute que l'information en cause, à la considérer privilégiée, concernait directement Wendel. Eu égard aux montants en cause et à la contrevaieur en capital de Saint-Gobain des TRS conclus, il est clair que l'opération incriminée était propre à affecter la situation financière ou la position stratégique de Wendel* ».
444. Face à une telle critique, qui tend à une indéniable simplification de la mise en œuvre du dispositif, l'interrogation mérite d'être posée : faut-il assimiler les deux manquements lorsque leur auteur est un émetteur ? La non révélation de l'opération projetée par un émetteur équivaut-elle au défaut de communication d'une information privilégiée le concernant ? En vérité, la coïncidence des deux manquements constatés dans l'affaire *Wendel* ne saurait être généralisée car elle procède d'une analyse *a posteriori*. Ce n'est pas parce que les manquements aux deux obligations peuvent être constatés en relation aux mêmes faits qu'ils doivent nécessairement l'être.
445. Ces deux obligations se distinguent en effet par un trait fondamental. Leur objet n'est pas le même. Alors que, pour les émetteurs, l'information exigible l'est en ce qu'elle les « *concerne directement* »³, pour les opérateurs, l'obligation d'informer le public ne résulte que de la préparation d'une opération. On voit ici toute la différence du fondement de l'obligation.

¹ V. l'analyse de détail conduite par S. TORCK, « Manquement à l'obligation de publier une information privilégiée et fraude à la loi », *RDBF*, mars-avril 2011, comm. 74.

² Y. MAYAUD, *Droit pénal général*, 3^e éd., PUF, 2010, n° 154, p. 163, définissant le concours idéal comme « une unité factuelle (...) au sujet de laquelle plusieurs textes d'incrimination sont applicables, parce que le comportement poursuivi est à même de caractériser plusieurs infractions à la fois ».

³ Pour des exemples d'informations concernant directement et indirectement l'émetteur, document CESR/06-562, *Market Abuse Directive – Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, nov.2006, p.7-8, points 1.15 et 1.16.

Dans le premier cas, les émetteurs constituent en eux-mêmes, statutairement, un objet d'information pour le public, dont la connaissance est nécessaire à l'appréciation du titre. Dans le second, les autres opérateurs sont déterminés comme débiteurs d'une information utile à raison de leurs agissements, et non de leur qualité. En somme, la prédiction qui doit en résulter n'est pas réalisée en considération du même paramètre. La publication par les émetteurs des données non publiques les concernant concourt en elle-même à la réalisation de la fonction prédictive de l'information en vue de la détermination dans la durée de la valeur des titres émis et des contrats financiers qui les prennent pour sous-jacent. En revanche, c'est l'activité générée sur le titre par l'opération projetée qui, en ce qu'elle est susceptible d'avoir une incidence sur sa valeur, met à la charge de toute personne l'obligation d'en révéler la teneur au marché. Dans un cas, l'information privilégiée est exigible *intuitu personae*, en considération de la personne du débiteur compte tenu du rapport existant entre la détermination de la valeur des instruments financiers par le marché et la connaissance de l'émetteur ; dans l'autre, elle l'est en raison de l'activité du débiteur. Objective, la réalité de l'incidence sur le marché de l'opération projetée se suffit à elle-même et peut donc faire l'objet d'une information pertinente du marché, la personne du débiteur étant alors indifférente. En revanche, c'est l'évolution de la situation du débiteur de l'obligation lui-même qui constitue un élément d'information susceptible d'avoir une incidence sur les cours. Alors même que les faits seraient substantiellement les mêmes, les deux obligations auxquelles ils sont également soumis selon la commission des sanctions, ne véhiculent pas la même information à destination du marché.

446. Si l'on peut discuter des modalités selon lesquelles la commission des sanctions a, en l'espèce, caractérisé à deux dates différentes les faits générateurs des deux obligations auxquelles des manquements étaient allégués¹, la question ne consiste pas à déterminer si, dans l'absolu, l'information relative à une opération présente un caractère privilégié, ni même à déterminer si elle concerne nécessairement l'émetteur. Elle tient à la détermination de l'objet de l'obligation. Si celui-ci diffère selon les textes, c'est certainement que l'information attendue n'est pas la même quoiqu'elle puisse se rapporter à un événement unique dont il doit, précisément, être rendu compte de plusieurs manières. Alors que, sur le fondement de l'article 223-2, l'information privilégiée doit être révélée au public en raison de l'incidence qu'elle a sur l'appréciation de la situation de l'émetteur lui-même, l'information exigée au titre de l'article 223-6 renseigne sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation des porteurs de part.
447. C'est dire que, selon le régulateur, ces deux informations n'intègrent pas les anticipations du marché de la même manière. L'appréciation de la situation de l'émetteur, partie à l'opération, est envisagée distinctement de l'opération elle-même. En reprenant la référence introduite

¹ Note précitée de S. TORCK, « Manquement à l'obligation de publier une information privilégiée et fraude à la loi », *RDBF*, mars-avril 2011, comm. 74, spéc. p. 92.

plus haut à la notion de concours idéal issue du droit pénal, il semble qu'il faille admettre le concours de manquements pour des raisons analogues à celles qui justifient l'admission du concours idéal d'infractions. Alors que la jurisprudence pénale n'admet l'application de deux qualifications aux mêmes faits qu'à raison de la différence de valeurs sociales protégées par les deux textes d'incrimination en concours¹, il apparaît qu'il faut admettre l'application concurrente des deux fondements sur la base de l'élément d'information recherché. C'est ce à quoi invitent les textes dont la rédaction est suffisamment précise pour qu'on les distingue, bien qu'il apparaisse commode de déduire de l'un l'inutilité de l'autre. Il en résulte qu'il n'y a rien d'inconcevable à ce que la préparation d'une opération générant l'obligation soit déterminée à une date différente de celle où est caractérisée l'information privilégiée dont elle forme l'objet. Là où la loi distingue, il semble qu'il faille s'y tenir...

448. Poussant plus loin l'analyse, il apparaît que l'obligation de communiquer les informations relatives à l'opération qu'ils projettent se détache de celle qui pèse sur les émetteurs par son articulation avec la prohibition des opérations d'initiés. Elle constitue pour les opérateurs la contrepartie positive de l'obligation pénalement et administrativement sanctionnée de s'abstenir de réaliser des transactions tant que l'information est non publique. À ce titre, les développements qui suivent ne seront consacrés qu'à l'obligation qui pèse sur les émetteurs. Celle qui s'étend à toute personne doit en effet être expliquée à la lueur des fondements de la sanction des opérations d'initiés, dont elle n'a vocation qu'à constituer la face active. Ce n'est que par la communication au public des informations privilégiées relatives aux opérations qu'ils projettent, que les opérateurs sont à même de les réaliser. La divulgation constitue la condition de licéité de leur projet².

L'analyse qui suit sera donc limitée à l'obligation de communication qui pèse sur les émetteurs.

B. L'obligation permanente des émetteurs

449. Inscrit dans la durée, le statut des émetteurs dont les titres sont négociés sur des marchés réglementés comporte ainsi une « règle de clôture » permettant de satisfaire un besoin d'information du marché non plus périodique mais permanent. Ce n'est pas à dire que l'information est permanente mais plutôt que l'obligation dont elle fait l'objet l'est, quoique celle-ci ne soit amenée à recevoir par définition qu'une exécution ponctuelle (2). Outre son caractère permanent, l'obligation de communication d'une information privilégiée au public

¹ Y. MAYAUD, *op. cit.*, n° 155, p. 164 : « Soit ces valeurs sont les mêmes, et le non-cumul s'impose, soit au contraire elles sont différentes, et le cumul est possible ».

² Sur la répression des délits et manquements d'initié et l'analyse de l'information privilégiée comme information publique en devenir, cf. *infra*, n° 762.

est originale en ce qu'elle fait reposer sur le débiteur la détermination de son exigibilité en raison des possibilités de rétention dont elle est assortie (3). Il convient toutefois de commencer par présenter son objet particulier que constitue l'information privilégiée, compte tenu des modifications que sa définition est appelée à connaître¹ (1).

1. L'objet de l'obligation

450. Si ses caractères seront précisés plus loin², il convient d'indiquer la définition de l'information privilégiée résultant de la transposition en droit français de la directive Abus de marché³. Celle-ci est essentielle car elle trouve application tant au titre de la définition du manquement d'initié que de la détermination de l'obligation permanente qui pèse sur les émetteurs. Les dispositions de l'article 223-2 résultent elles-mêmes de la directive Abus de marché dont l'article 6, paragraphe 1 s'appuie sur la notion d'information privilégiée pour déterminer l'obligation de publication qui pèse sur les émetteurs.
451. L'information privilégiée est définie de manière générale par l'article 621-1, alinéa premier du règlement général AMF comme « *une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés* ». Résultant de l'article premier, 1) de la directive Abus de marché, l'information privilégiée voit sa définition précisée aux alinéas 2 et 3 de l'article 621-1, transposant respectivement les paragraphes 1 et 2 de l'article premier de la directive 2003/124/CE⁴. Ainsi, l'information est réputée précise « *si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un évènement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion*

¹ Si, du fait de l'alignement de l'interprétation qui en est donnée aux fins de la violation de l'obligation d'information permanente et de la caractérisation du manquement d'initié, la notion d'information privilégiée aurait pu n'être étudiée en elle-même que dans le chapitre consacré aux abus de marché, les évolutions que devrait connaître la matière en cas d'adoption de la *Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)*, Bruxelles 20.10.2011 COM(2011) 651 imposent d'évoquer l'émergence d'une dualité quant à sa définition dans les développements qui suivent. Pour une présentation de détail de la notion dans le cadre de l'étude des abus de marché, on adopte à ce titre la présentation réalisée par T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 439, p. 635. Dans le même ouvrage, sur la notion d'information privilégiée, n° 484 et s., p. 684 ; égal. P. CLERMONT, *op. cit.*, n° 234, p. 175 et, dans le même ouvrage, la présentation de la convergence des notions pénales, dans le cadre des délits, et réglementaire, au titre des manquements, n° 237-240, p. 177-179.

² Cf. *infra*, n° 799.

³ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), JOUE L.96/16.

⁴ Directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, JOUE, L.339/70, 24.12.2003.

quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés ». Elle apparaît par ailleurs susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours lorsqu'il s'agit d'une information qu'un « investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ces décisions d'investissement ». Sensibilité et précision sont donc deux caractères que doivent présenter les informations à l'origine de l'obligation permanente qui pèse sur les émetteurs.

452. Dans l'hypothèse de l'adoption de la proposition de règlement sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, l'obligation de communication devrait toutefois être moins étendue que l'obligation d'abstention sanctionnée sur le fondement de la prohibition des opérations d'initiés. Telle est la conséquence de la redéfinition de la notion d'information privilégiée par le texte proposé. En effet, ainsi que le retient l'exposé des motifs de la proposition de règlement, « [d]es informations privilégiées peuvent faire l'objet d'abus avant qu'un émetteur ne soit obligé de les publier. (...) Il convient dès lors que de telles informations soient considérées comme des informations privilégiées. Il se peut toutefois qu'elles ne soient pas suffisamment précises pour que l'émetteur soit dans l'obligation de les publier. En pareil cas, l'interdiction des opérations d'initiés devrait s'appliquer, mais pas l'obligation de publication de ces informations par l'émetteur »¹. Le texte proposé retient donc la piste évoquée dans un document de travail de la Commission dans la perspective de la révision de la directive 2003/6/CE² suite à un rapport de l'ESME du 11 juin 2007³. Si la commission n'était pas favorable dans son document à une redéfinition de l'information privilégiée dans le cadre de l'obligation de communication⁴, l'ESME, pour sa part, avait suggéré des pistes d'amélioration du dispositif⁵, soit en distinguant l'information privilégiée exigible au titre de l'obligation, soit en restreignant le concept de caractère précis de l'information en relation à l'obligation, soit encore en élargissant le champ de la faculté de report par la suppression de l'exigence qu'un tel report n'induisse pas le public en erreur⁶.

¹ Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), Bruxelles 20.10.2011 COM(2011) 651, point 3.4.2.1, p.10 et le considérant 14.

² Call for evidence – Review of Directive 2003/6/CE on insider dealing and market manipulation (Market abuse directive), p.9, point 2.2.2.1

³ European Securities Markets Expert Group Report, July 11 2007, consultable à http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf.

⁴ Soulignant les avantages d'une définition unifiée de la notion, la Commission estimait dans son document : "At this stage, changes in the definition of inside information for disclosure purposes would not seem to be justified. The general obligation for issuers to disclose inside information, even if based on a somewhat broad definition of inside information, has some important advantages. Firstly, it offers a strong incentive for improving public availability of information regarding the issuers and their financial instruments. It thus supports investors' confidence and is beneficial to the liquidity and efficiency of financial markets. Secondly, it is also an effective means to reduce the possibilities of insider dealing", Call for evidence – Review of Directive 2003/6/CE on insider dealing and market manipulation (Market abuse directive), p. 9, point 2.2.2.1.

⁵ Call for evidence – Review of Directive 2003/6/CE on insider dealing and market manipulation (Market abuse directive), p. 9, point 2.2.2.1.

⁶ Sur les conditions du report de publication, cf. infra, n° 470 et s.

Dans la proposition de nouveau règlement, l'exigence de caractère précis ne reçoit qu'une adaptation compte tenu de l'élargissement du champ d'application du dispositif en matière d'abus de marché, mais n'est pas modifiée¹. Il existera donc des degrés dans le caractère de précision que doit présenter l'information privilégiée. Dans l'esprit des rédacteurs de la proposition, en certaines hypothèses, l'information reste privilégiée, justifiant à ce titre l'obligation d'abstention, quoiqu'elle ne soit pas suffisamment précise pour être communiquée au public.

453. Outre la modification des règles relatives au report de la communication qui seront évoquées ensuite², la définition de l'information privilégiée a ainsi été restreinte en relation à l'obligation permanente. Ainsi, certaines informations ne sauraient faire l'objet d'une communication au public mais n'en restent pas moins privilégiées en ce qu'elles rentrent dans le champ d'application de la prohibition des opérations d'initiés. La dénomination n'en est pas modifiée mais l'unité de la notion est rompue, tout comme le sera celle de la méthode de qualification dans le contentieux futur. L'obligation de communication sera exigée en relation aux quatre types d'informations énoncées aux a) à d) de l'article 6 de la proposition. Il s'agit des informations précises et non publiques susceptibles d'influencer de façon sensible le cours de l'instrument visé ou des instruments qui leur sont liés. Ces informations concernent d'abord un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou un ou plusieurs instruments financiers ; les instruments dérivés sur matières premières ou les contrats sur matières premières au comptant liés ; les quotas d'émission ou les produits mis aux enchères. En outre, selon l'article 6, d), est également privilégiée l'information présentant les caractères de précision et de sensibilité transmise par un client relativement à ses ordres à la personne en charge de leur exécution.
454. En revanche, l'article 12 du projet de règlement maintient en dehors de l'obligation de communication certaines informations qui présentent le caractère d'une information privilégiée justifiant une obligation d'abstention dont la violation serait constitutive d'une opération d'initié répréhensible. Par renvoi à l'article 6 paragraphe 1, point e) de la proposition, l'article 12 paragraphe 3 extrait du champ d'application de l'obligation d'information permanente les informations privilégiées qui ne relèvent pas de l'une des autres définitions données aux points a) à d) du paragraphe 1 de l'article 6. Il s'agit selon le point e) de « *toute information (...) qui se rapporte à un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou à un ou plusieurs instruments financiers, qui n'est pas généralement accessible au public mais qui, si elle était accessible à un investisseur raisonnable qui opère*

¹ L'article 6 paragraphe 2 de la proposition de règlement reprend en des termes identiques la définition donnée de la notion par l'article premier paragraphe 1 de la directive d'application 2003/124/CE du 22 décembre 2003, en rajoutant simplement que l'information peut permettre de tirer des conclusions quant à son effet sur le cours « des contrats sur matières premières au comptant qui leur sont liés ou des produits mis aux enchères découlant des quotas d'émission ».

² Cf. infra, n° 464 et s.

régulièrement sur le marché et sur l'instrument financier ou un contrat lié sur matières premières au comptant concernés, serait considérée par cette personne comme pertinente pour décider des conditions auxquelles devraient être réalisées les transactions sur ledit instrument financier ou sur un contrat sur matières premières au comptant qui lui est lié ».

455. Sont donc hors de l'obligation de publication des informations privilégiées qui ne sont susceptibles d'intéresser que des investisseurs qui, en raison de leur habitude du type de marché ou d'instrument, prendraient cette information comme indicateur de ce que devraient être les conditions normales de réalisation des transactions¹. Si l'intention consistant à mieux équilibrer la nécessité de la répression avec la sécurité nécessaire aux émetteurs dans la détermination de leur obligation permanente est louable², le procédé retenu l'est moins. En effet, la modification qui s'imposait consistant à soumettre le report de publication à autorisation de l'autorité compétente a été retenue dans la proposition et aurait sans doute gagné à être plus étendue³. Cet aménagement est en effet de nature à fournir plus de sécurité aux émetteurs en instituant un contrôle *a priori*, qui s'impose en la matière. À ce titre, un contrôle *a priori* aurait pu être imposé pour évaluer la réalité de la légitimité des intérêts de l'émetteur justifiant un report de la divulgation de l'information privilégiée en relation à certaines opérations. Les intérêts légitimes indiqués à l'article 223-2, III, en ce qu'ils font l'objet d'une détermination abstraite, peuvent ainsi faire l'objet d'une vérification. Convenons toutefois que l'équilibre à trouver est délicat, car l'institution d'un tel contrôle ne saurait qu'être strictement entendu, pour ne pas alourdir la double contrainte qu'entraîne son exercice pour le régulateur comme son respect par les émetteurs.
456. C'est, en somme, une sorte de retour au dualisme du droit interne antérieur qui en résulte. D'une certaine façon, l'exigence de précision supplémentaire qui devrait caractériser l'information privilégiée au titre de l'obligation permanente par rapport à l'obligation d'abstention résultant du manquement dans le futur dispositif invite à faire le parallèle avec le qualificatif différent qui s'appliquait à l'incidence de l'information sur les cours en droit français. Initialement, l'article 4 du règlement COB n° 98-07 n'imposait aux émetteurs que de porter à la connaissance du public tout fait important susceptible d'avoir une incidence significative sur les cours. Alors que l'obligation de communication à la charge des émetteurs ne s'imposait que si l'information avait une incidence significative, la répression était ancrée au critère plus large de l'influence sensible. La reprise de l'approche européenne résultant de la directive Abus de marché a alors conduit à concevoir « *l'information permanente comme*

¹ Une telle acception de l'information privilégiée aurait certainement été de nature à changer l'issue de la décision dans l'affaire *EADS* qui sera présentée plus loin : cf. *infra*, n° 809 et s.

² *Call for evidence – Review of Directive 2003/6/CE on insider dealing and market manipulation (Market abuse directive)*, p. 9, point 2.2.2.1: “*issuers also point to uncertainty resulting from the fact that the duty to disclose employs the same broad definition of inside information that is being used to prohibit insider dealing*”.

³ Art. 12 paragraphe 5 de la Proposition de règlement précitée, cf. *infra*, n° 479.

un mécanisme de prévention des opérations d'initié »¹. La nouvelle approche opère au contraire un retour au dualisme antérieur en élargissant le spectre de la répression par rapport à l'obligation de communication.

457. Toujours est-il qu'à l'avenir, dans le cadre du dispositif envisagé, il reviendra au régulateur de faire le départ entre deux standards mêlant des considérations tant objectives que subjectives aux fins de leur délimitation. Comment distinguer l'information qui fonde la décision d'investissement de celle qui est simplement pertinente pour décider des conditions auxquelles devraient être réalisées des transactions ? Outre la production doctrinale que ne manquera pas d'engendrer une telle interrogation, ce sont surtout les incertitudes pratiques résultant de cette « zone grise » qui conduisent somme toute à regretter d'ores et déjà l'époque présente où la notion d'information privilégiée présente encore une cohérence qui permet, dans des domaines différents, de savoir que c'est toujours la même notion que l'on cherche à définir.

2. La permanence de l'obligation de veiller à l'information du marché

458. L'obligation de communication des informations privilégiées les concernant par les émetteurs figure au titre de « *l'information permanente* »² ou « *continue* »³. Permanente ou continue, l'information reçoit un qualificatif qui renvoie à ce qui est ininterrompu. C'est ainsi l'actualisation constante de l'information du public qui est recherchée par le biais de cette obligation mise à la charge des émetteurs.

459. Compte tenu de l'objet particulier de l'obligation de communication d'une information privilégiée, on peut toutefois y voir un raccourci qui confond un besoin permanent et un procédé qui n'est susceptible que d'une mise en œuvre ponctuelle. La communication d'une information privilégiée suppose – on s'excusera de cette évidence – que celle-ci existe. Elle ne saurait donc constituer un instrument d'information permanente du public, ni même d'information régulière.

460. Cette obligation répond néanmoins à la nécessité de faire de l'émetteur un objet d'information aussi longtemps que dure la négociation de ses titres sur le marché. Ce n'est pas l'information dont bénéficie le public lorsque survient une information privilégiée qui est permanente mais l'obligation qui pèse sur les émetteurs d'informer le public, ainsi que le suggère l'intitulé de la section du règlement général AMF où elle figure⁴. L'obligation de communication au public d'une information le concernant par un émetteur peut être qualifiée de « permanente » en ce

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 439, p. 635.

² Chapitre III du Titre II, Livre II RG AMF.

³ Selon l'intitulé du chapitre II de la directive Transparence.

⁴ « Section I – Obligation d'information du public ».

qu'elle est attachée à sa qualité même, en considération du cadre de négociation dans lequel intervient la négociation de ses titres. Le fait générateur de l'obligation réside donc dans l'accès des émetteurs à un statut qui découle de leur participation au marché. En effet, l'obligation ne se résume pas, à notre sens, à la communication proprement dite.

461. Elle peut ainsi faire l'objet d'une décomposition. En ce qu'elle est attachée à la qualité de l'émetteur, elle suppose de sa part un devoir permanent de vigilance au service de la détection des informations privilégiées le concernant. Ce devoir permanent n'accède toutefois au rang de véritable obligation d'information qu'à l'occasion de la survenance effective d'une information privilégiée. L'obligation est permanente mais voit son exigibilité ponctuelle nécessairement subordonnée à l'existence de son objet. L'information dite permanente repose en réalité sur la mise à la charge de l'émetteur d'une obligation permanente de se connaître en s'assurant de l'existence d'éventuelles informations privilégiées le concernant qui conduit, ponctuellement, à une obligation de se faire connaître au marché en divulguant de telles informations lorsqu'elles existent. Seule la vigilance est permanente. L'obligation de communication est par essence ponctuelle, son exigibilité étant subordonnée à l'existence même de son objet. Sous un angle technique, cette obligation permanente n'est qu'à exécution ponctuelle, hors de tout rythme imposé par le législateur¹. Rattachée à la qualité d'émetteur telle que définie à l'article 223-1, A du règlement général AMF, l'obligation existe et est pleinement efficace². Seule sa possibilité d'exécution est différée, nécessairement subordonnée à l'existence de son objet. En outre, une fois que l'objet de l'obligation vient à existence, il revient aux émetteurs de communiquer l'information privilégiée au public « *dès que possible* ». Il n'existe donc en théorie pas de décalage temporel entre la survenance de l'objet de l'obligation et son exigibilité³. Tel est toutefois le cas en pratique, ce qui a conduit, dans la proposition de règlement en examen sur les opérations d'initiés et les manipulations

¹ Elle ne peut être rapprochée ni de l'obligation à terme ni de l'obligation conditionnelle mais bien d'une « obligation permanente ». Il ne s'agit en effet pas d'une obligation à terme, fût-il incertain. Ce n'est pas un terme certain en ce que l'exigibilité de la communication d'une information privilégiée portant sur l'émetteur ne peut-être inscrite dans aucun délai précis dans l'avenir, ni fixée à une date déterminée. Elle dépend en effet de la survenance d'une information privilégiée, événement qui n'est, en outre, pas simplement futur mais purement hypothétique. Dans l'éventualité où un émetteur viendrait à connaissance d'une information privilégiée le concernant, sa communication serait exigible. Quoique de manière purement théorique, on peut concevoir, à la lecture de cette disposition, qu'un émetteur ne fasse jamais l'objet d'une information privilégiée. Il ne s'agit donc pas d'un terme incertain, au sens objectif où l'entend aujourd'hui la jurisprudence d'événement dont la réalisation est assurée, mais le moment indéterminé : v. P. MALAURIE, L. AYNÈS, P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, 5^e éd., Defrénois, 2011, n° 1300, p. 690, notant, à propos de l'arrêt précité de la première chambre civile du 13 avril 1999 : « pour pouvoir constituer un terme, un événement doit avoir une réalisation inéluctable, même si sa date est indéterminée ».

² Ce qui exclut d'y voir une obligation conditionnelle, quoique l'existence d'une information privilégiée entraînant l'exigibilité de l'obligation soit hypothétique et aléatoire. Ce n'est pas l'obligation elle-même qui est affectée dans son efficacité par la réalisation d'un événement futur et incertain, mais la seule exigibilité de la prestation sur laquelle elle porte.

³ Sur les difficultés liées à l'appréciation de cette exigence de rapidité – d'instantanéité même dirions-nous – de communication de l'information privilégiée et des exemples de communications jugées tardives, P. CLERMONTTEL, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly éditions, 2009, n° 280, p. 202 et n° 279, p. 201, décision du COB 1^{er} juin 1995, *Bull. COB* n° 292, juin 1995.

de marché, à substituer à l'expression « *dès que possible* » les mots « *dans les plus brefs délais* »¹.

462. La nature permanente de l'obligation provient des caractères mêmes des informations privilégiées, qui sont érigées en objet d'obligation compte tenu de leur valeur prédictive. Elles ne sont pas définies sous forme énumérative en considération de leur contenu. Elles ne le sont qu'à partir de leur impact réel ou supposé compte tenu des anticipations vraisemblables que le public formera lorsqu'il y aura accès. C'est donc leur existence seule qui implique une communication immédiate au public de telles informations afin qu'elles intègrent le cours des instruments financiers de l'émetteur. Il n'est ainsi pas possible de déterminer une période d'exigibilité des informations privilégiées mais simplement de préétablir la contrainte de leur nécessaire révélation lorsqu'elles viendront à existence.
463. L'obligation qui pèse sur les émetteurs est donc bien permanente si on la décompose en un *devoir permanent de vigilance* de nature à entraîner *l'exigibilité ponctuelle* d'une information au public. L'obligation existe dans son principe dès l'acquisition de la qualité d'émetteur coté, l'exigibilité de l'information n'étant toutefois qu'une simple éventualité dépendant de l'existence de son objet. Dès lors que celui-ci existe, l'exigibilité de l'information est en principe immédiate, mais en principe seulement. En effet, la nécessité d'informer le public de tous les événements susceptibles d'avoir une incidence significative sur les cours cède sous certaines conditions devant la faculté reconnue à l'émetteur de retenir une telle information pour préserver ses intérêts.

En principe exigible dès que l'information privilégiée vient à la connaissance de l'émetteur, l'obligation de sa communication au public peut voir son exigibilité différée.

3. L'exigibilité différée de l'obligation de communication

464. L'émetteur n'est pas nécessairement conduit à communiquer au public l'information privilégiée le concernant. Le dispositif doit être présenté compte tenu des modifications qu'il est amené à connaître prochainement en cas d'adoption de la proposition déjà évoquée de règlement sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché². À l'heure actuelle, l'émetteur a la possibilité de différer, sous sa propre responsabilité, la publication d'une

¹ Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (*abus de marché*), Bruxelles 20.10.2011 COM(2011) 651, article 12.1 : « L'émetteur d'un instrument financier informe le public dans les plus brefs délais des informations privilégiées qui concernent directement l'émetteur et, pendant une période appropriée, affiche sur son site internet toutes les informations privilégiées qu'il est tenu de publier ».

² Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (*abus de marché*), Bruxelles 20.10.2011 COM(2011) 651.

information privilégiée le concernant¹. La directive Abus de marché prévoit à son article 6, paragraphe 2 que les États membres peuvent exiger qu'un émetteur informe l'autorité compétente d'une telle décision². Celle-ci pèse, en tout état de cause sur l'émetteur. Cette faculté perdure mais la proposition de règlement entend mettre à sa charge une obligation supplémentaire consistant à informer l'autorité compétente que la publication a été différée, immédiatement après sa communication au public³, de manière à assurer un contrôle *a posteriori* de la réunion des conditions du report⁴.

465. Innovation plus significative résultant de la proposition de règlement, la décision de report pourra, en outre, être soumise à une autorisation préalable donnée par écrit par l'autorité compétente, en vertu de l'article 12 paragraphe 5 de la proposition de règlement qui dispose qu' « une autorité compétente peut autoriser l'émetteur d'un instrument financier à différer la publication d'une information privilégiée », sous certaines conditions, la même autorité veillant « à ce que la durée du report se limite à ce qui est nécessaire dans l'intérêt du public ». Le dispositif actuel, qui fait du report une faculté de l'émetteur, sous sa responsabilité, est donc amené à s'enrichir prochainement d'un mécanisme de report fondé sur une autorisation préalable.

Le nouveau dispositif subordonne, comme l'ancien, la possibilité d'un report de la communication de l'information privilégiée au respect de certaines conditions. Il faut en effet établir dans quels cas la diffusion immédiate de l'information serait de nature à porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur (a). Une seconde condition déjà présente dans le dispositif, est amenée à perdurer. Il découle en effet de cette première exigence une obligation secondaire qui consiste pour l'émetteur à assurer la confidentialité de ladite information (b). Le nouveau mécanisme d'autorisation préalable du report doit être étudié séparément en ce qu'il ne tend pas à préserver les intérêts légitimes de l'émetteur, mais à prévenir la réalisation systémique qui résulterait d'une révélation prématurée de l'information privilégiée, sur autorisation préalable de l'autorité de contrôle (c).

a. La préservation des intérêts légitimes de l'émetteur

466. Le règlement général AMF définit directement les situations dans lesquelles l'émetteur a un intérêt légitime à différer la publication de l'information privilégiée dont il dispose (i). Les

¹ Sur le mécanisme de report résultant de la directive transparence, A. SOTIROPOULOU, *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit communautaire*, Thèse Paris I, 2009, n° 210, p. 160.

² Cette option ne fut pas retenue lors de la transposition de cette règle à l'article 223-2 RG AMF.

³ Article 12, paragraphe 4, alinéa 2.

⁴ Selon les motifs de la *Proposition de règlement* précitée, « la possibilité donnée aux autorités compétentes, le cas échéant, de déterminer *a posteriori* si les conditions spécifiques d'un report de publication étaient bien réunies renforcera la protection des investisseurs et l'intégrité du marché », p.11, point 3.4.3.1.

ayant évoquées, il apparaît nécessaire d'en préciser la portée. L'intérêt légitime de l'émetteur rencontre toutefois une limite avec laquelle il doit s'articuler. Lorsque l'omission risque, en elle-même, d'induire le public en erreur, l'intérêt de l'émetteur cède face à l'intérêt du public à recevoir l'information (ii).

i. Une exception fondée sur un intérêt légitime de l'émetteur

467. L'article 223-2, III du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers¹ définit de manière non limitative les intérêts légitimes de l'émetteur justifiant un report de la communication au public de l'information privilégiée. L'adverbe « *notamment* » indique en effet que d'autres hypothèses peuvent être admises comme justifiant le report de l'exécution de l'obligation de communication². Les situations mentionnées par la disposition sont pourtant définies de façon large, de manière à être suffisamment compréhensives. Au sens de ce texte, correspondent ainsi à des intérêts légitimes de l'émetteur les situations suivantes : « *1° Négociations en cours ou éléments connexes, lorsque le fait de les rendre publics risquerait d'affecter l'issue ou le cours normal de ces négociations. En particulier, en cas de danger grave et imminent menaçant la viabilité financière de l'émetteur, mais n'entrant pas dans le champ des dispositions mentionnées au Livre VI du Code de commerce relatif aux difficultés des entreprises, la divulgation d'informations au public peut être différée pendant une période limitée si elle risque de nuire gravement aux intérêts des actionnaires existants ou potentiels en compromettant la conclusion de négociations particulières visant à assurer le redressement financier à long terme de l'émetteur ; 2° Décisions prises ou contrats passés par l'organe de direction d'un émetteur, qui nécessitent l'approbation d'un autre organe de l'émetteur pour devenir effectifs, lorsque la structure dudit émetteur requiert une séparation entre les deux organes, si la publication de ces informations avant leur approbation, combinée à l'annonce simultanée que cette approbation doit encore être donnée, est de nature à fausser leur correcte appréciation par le public* »³. Les deux hypothèses présentent une même logique quoiqu'elles portent sur des situations bien différentes. La logique commune aux deux cas de figure réside dans le lien supposé entre la communication de l'information et l'issue de l'opération sur laquelle elle porte. Dans le premier cas, l'information porte sur les relations de l'émetteur avec des tiers dans le cadre de négociations, en particulier lorsque ces négociations tendent à assurer le redressement financier de

¹ Transposant l'article 3, paragraphe 1 de la directive 2003/124/CE.

² Ce que confirme le document CESR/06-562, *Market Abuse Directive – Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, nov. 2006, p.10, point 2.4.

³ Pour des exemples respectifs de ces deux catégories d'intérêts, CESR/06-562, *Market Abuse Directive – Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, nov.2006, p.10-11, points 2.8 et 2.9.

l'émetteur. L'information du public ne doit ainsi pas venir parasiter les négociations en cours dont l'échec pourrait nuire aux actionnaires et investisseurs potentiels¹. La réalisation de l'opération financière à laquelle tendent les négociations en cours prime sur l'exigence d'information en ce que la conclusion de négociations utiles à l'émetteur apparaît plus profitable au marché que son information immédiate. Dans le second cas, l'information peut être retenue du fait que sa communication au public serait de nature à créer une confusion dans le public en raison du caractère contradictoire des deux éléments d'information à communiquer. Le risque de confusion provient alors des complexités du processus de décision au sein de l'émetteur, compte tenu de sa structure juridique². La portée de l'information serait incertaine en ce qu'elle entraînerait la communication d'une décision déjà prise par l'organe de l'émetteur, mais non encore approuvée. La seconde hypothèse fixe en réalité un terme implicite à la communication de l'information privilégiée. Il est jugé plus sûr et profitable au marché de reporter l'annonce de la décision ou du contrat signé par l'émetteur que de transmettre au public une information portant sur une décision qui n'a pas été définitivement approuvée et ne sera donc pas nécessairement suivie d'effets. En pareil cas, l'exécution de l'obligation de communication au public d'une information privilégiée est reportée à l'échéance du terme suspensif que constitue l'approbation certaine et définitive de la décision par l'ensemble des organes de l'émetteur compétents pour assurer qu'elle produira bien les effets escomptés. Il s'agit de mettre en adéquation l'information avec la certitude de son objet. Il faut éviter que le marché réagisse de façon irrationnelle à partir de simples éventualités et qu'il soit possible de spéculer sur les perspectives éventuelles d'activité de l'émetteur plutôt que sur ses perspectives réelles.

468. Dans l'une et l'autre hypothèse, le CESR³ a souligné les précautions à prendre pour les émetteurs pendant la période de report de la communication. Il leur est recommandé d'établir et de conserver un document établissant les raisons d'un tel report, tout en assurant la confidentialité de l'information en cause⁴, ce qui rejoint la seconde exigence qui sera évoquée dans le développement suivant.
469. Au sens de l'article 12 paragraphe 9, second tiret de la proposition de règlement, il reviendra à l'Autorité européenne des marchés financiers d'élaborer des normes techniques d'exécution

¹ Pour des illustrations de l'interprétation stricte de ces cas de figures par le régulateur, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 638, note 3.

² CESR/06-562, *Market Abuse Directive – Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, nov. 2006, p.10, point 2.9: "Cases within the scope of the second set of circumstances (...) include those where there are complex decision-making processes involving multiple hierarchical layers in the issuer's organization".

³ *Committee of European Securities Regulators*, institué par la décision 2001/527/CE de la Commission du 6 juin 2001 instituant le comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, JOUE, L.191 du 13.07.2001, p.43, abrogée par la décision de la Commission du 23 janvier 2009 instituant le comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières 2009/77/CE, JOUE, L.25/18, 29.1.2009.

⁴ CESR/06-562, *Market Abuse Directive – Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, nov. 2006, p. 10-11, points 2.11.

visant à définir « *les modalités techniques selon lesquelles la publication d'informations privilégiées peut être différée conformément aux paragraphes 4 et 5* ». Or, si au titre de l'article 12, paragraphe 4, il est toujours reconnu à l'émetteur la possibilité de différer la publication d'une information privilégiée « *afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes* », de tels intérêts devraient probablement faire l'objet d'une redéfinition, la proposition ne comportant aucune disposition en faisant état.

Les exceptions à l'obligation de publier dès que possible les informations privilégiées ne constituent toutefois pas autant de présomptions irréfragables de légitimité des intérêts de l'émetteur à retenir l'information. La légitimité des intérêts en présence cède et ainsi disparaît face à l'intérêt supérieur de l'information du public là où le silence de l'émetteur conduit à fausser ses appréciations.

ii. Un retour au principe fondé sur l'intérêt supérieur de la bonne information du public

470. Comme l'a observé le CESR, la faculté de report de la communication par un émetteur, sous sa propre responsabilité, constitue « *une dérogation à la règle générale plutôt que la norme* »¹. Dans la recherche d'un équilibre entre l'ignorance nécessaire et l'exigence de juste appréciation du public, le dispositif introduit une limite qui conduit à un retour au principe. En effet, malgré la légitimité des intérêts de l'émetteur en cause, l'article 223-2, II n'autorise à différer la publication de l'information qu'à la condition que « *cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur* », exigence reprise à l'article 12 paragraphe 4 de la proposition de règlement. L'appréciation de la situation de l'émetteur et le traitement de l'information disponible sur le marché priment sur la légitimité des intérêts de l'émetteur. N'est reconnue à l'émetteur qu'une faculté étroitement encadrée de différer la publication de l'information privilégiée qui le concerne. Une telle faculté ne trouve ainsi à s'exercer qu'autant qu'elle est conforme à l'intérêt des actionnaires et investisseurs potentiels et qu'elle ne fausse pas l'appréciation du public. Tels sont les deux critères de légitimité de l'intérêt de l'émetteur dégagés par l'article 223-3, III du Règlement général. En somme, il apparaît qu'une telle faculté de report de la communication de l'information n'est déterminée qu'en fonction, sinon de sa conformité, du moins de sa non contrariété à l'objectif supérieur de juste évaluation par le public de la situation de l'émetteur.

¹ CESR/06-562, *Market Abuse Directive – Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, nov. 2006, p.10, point 2.5: “*the right to delay the disclosure of inside information is a derogation from the general rule rather than the norm*”.

471. Cette considération sous-tend la position adoptée au niveau national et européen dans la définition de l'attitude de l'émetteur faisant l'objet de rumeurs¹. Dans son troisième guide d'application sur la directive abus de marché, le CESR est venu compléter la position prise dans son guide d'application précédent selon laquelle il avait estimé que, hors circonstances exceptionnelles ou demande par l'autorité de régulation visée à l'article 6 paragraphe 7 de la directive abus de marché², les émetteurs n'ont aucune obligation de répondre aux spéculations ou rumeurs de marché dépourvues de fondement³. Énonçant également que les émetteurs n'ont aucune obligation de répondre à de fausses rumeurs⁴, le troisième guide d'application précise toutefois que dès lors que la publication ou la rumeur en cause se rapporte explicitement à un élément d'information ou à une information qui constitue une information privilégiée concernant l'émetteur, ce dernier est tenu de réagir et de s'exprimer sur cette publication ou rumeur du fait que cet élément d'information ou cette information est suffisamment précis pour indiquer qu'une fuite de cette information s'est produite et, donc, que la confidentialité de cette information privilégiée n'est plus assurée. En de telles circonstances, qui devraient être l'exception plutôt que la règle et devraient faire l'objet d'un examen au cas par cas par l'émetteur, il ne serait pas acceptable que l'émetteur adopte un comportement consistant à garder le silence ou à ne pas faire de commentaire⁵. Pour imposer un tel devoir de parler à la charge de l'émetteur en cas de rumeur le concernant liée à une information privilégiée dont il dispose, le CESR se fonde sur la nécessité de prévenir la dissémination d'informations fausses ou trompeuses⁶. Ainsi, la possibilité reconnue à l'émetteur de différer la publication d'informations privilégiées cède devant le risque de diffusion d'informations erronées sur le marché. L'émetteur est alors investi, à titre préventif, d'une mission de corriger l'information disponible sur le marché, anéantissant ainsi le droit au secret qui lui est reconnu.
472. En résumé, là où la publication de l'information privilégiée est de nature à créer une confusion dans le public du fait de son caractère incertain ou de nature à faire obstacle à certains projets ayant un impact essentiel sur la situation de l'émetteur, il est permis d'en différer la publication. En revanche, si le report de la publication est, en soi, source de confusion et d'appréciations erronées dans le public, la faculté reconnue à l'émetteur perd son

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 439-1, p. 636-637.

² Dans sa version française, ce texte dispose que « En vue d'assurer le respect des paragraphes 1 à 5, l'autorité compétente peut prendre toute mesure nécessaire en vue d'assurer la bonne information du public ».

³ “*in general, other than in exceptional circumstances or unless requested to comment by the competent regulator pursuant to Art 6(7) of MAD, issuers are under no obligation to respond to speculation or market rumours which are without substance*”, Paragraph 1.5, Level 3 – Second set of Guidance and information on the common operation to the directive to the Market, CESR/06-562b, July 2007.

⁴ Level 3 – Third set of CESR Guidance and Information on the common operation of the Directive to the Market, CESR/09-219, 15 may 2009, Paragraph 4.1, (65).

⁵ Level 3 – Third set of CESR Guidance and Information on the common operation of the Directive to the Market, CESR/09-219, 15 may 2009, Paragraph 4.1, (69).

⁶ Level 3 – Third set of CESR Guidance and Information on the common operation of the Directive to the Market, CESR/09-219, 15 may 2009, Paragraph 4.1, (68).

fondement. Ainsi, la réserve qu'apporte l'article 223-2, II du règlement général à la faculté de différer la publication d'une information est tout autant une limite à la liberté de l'émetteur qu'une explicitation des justifications de cette liberté. La juste appréciation de la situation de l'émetteur est l'objectif premier de politique législative qui irradie l'information permanente et lui seul justifie que l'information privilégiée soit retenue par l'émetteur lorsque sa diffusion y apparaîtrait contraire¹.

473. La règle, l'exception et le retour au principe qui en limite le champ s'articulent de façon à remettre au débiteur la détermination de l'exigibilité de l'obligation. La règle de droit repose sur la juste appréciation par le dirigeant de l'émetteur du caractère privilégié ou non de l'information et des conséquences qu'emporterait sa révélation. La situation dans laquelle se trouve l'émetteur est ainsi affectée d'une incertitude fondamentale en ce qu'elle exige une évaluation *a priori* des effets de l'information sur le marché. Le raisonnement qu'il doit suivre est ainsi hypothétique.
474. Si une telle approche est rigoureuse au plan de l'objectif poursuivi qu'est la bonne information du marché, elle l'est moins au plan des critères de comportements énoncés par la norme. Un tel écart entre sécurité juridique et souplesse du dispositif apparaît toutefois irréductible compte tenu de l'infinité des situations susceptibles de constituer des informations privilégiées. En effet, le traitement et les répercussions de l'information sur le marché ne peuvent faire l'objet que d'appréciations relatives, comme l'indique, au reste, l'adjectif « privilégié »². Ce qualificatif induit en effet par lui-même l'existence d'un avantage informationnel dont l'appréciation ne peut être que contextuelle. La règle de droit entreprend alors de qualifier l'information en fonction de sa plasticité et de la force prédictive que pourrait lui attribuer le marché. L'information est une matière qui ne paraît ainsi pas devoir être réduite à des types. L'information n'a pas vocation à être définie en fonction de critères génériques et absolus, ce qui constitue indiscutablement une source de risque pour l'émetteur qui « *doit donc apprécier ce risque en termes d'importance du sujet, de probabilité de réalisation dans un avenir à plus ou moins court terme et de difficulté à conserver la confidentialité* »³. En effet, par cette singulière notion d'information privilégiée, le débiteur se

¹ Le CESR s'était d'abord refusé à indiquer des hypothèses dans lesquelles le report de la publication aurait été de nature à induire le public en erreur : CESR/06-562, *Market Abuse Directive – Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, nov.2006, p.11, point 2.12. Dans un document ultérieur, il avait toutefois préconisé d'introduire des précisions sur ce point : *Call for evidence – Review of Directive 2003/6/CE on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive)*, p.10, point 2.2.2.1. A défaut de précision à l'heure actuelle, il convient d'attendre l'adoption de la *Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)*, Bruxelles 20.10.2011 COM(2011) 651, dont l'article 12, paragraphe 9 remet à l'AEMF le soin d'élaborer des projets de normes techniques d'exécution visant à définir « les modalités techniques selon lesquelles la publication d'informations privilégiées peut être différée conformément aux paragraphes 4 et 5 ».

² Cf. *infra*, n° 747.

³ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 441, p. 639.

trouve associé à la détermination de l'exigibilité de sa prestation, sous l'importante réserve toutefois qu'il soit en mesure d'en préserver la confidentialité.

b. La confidentialité comme condition de rétention momentanée de l'information privilégiée

475. Le droit limité au secret reconnu à l'émetteur a pour condition une obligation de préservation du secret. La communication au public de l'information privilégiée ne peut être différée que si l'émetteur est en mesure d'en préserver la confidentialité. L'objectif est ainsi de s'assurer que le déséquilibre informationnel qui existe entre l'émetteur et le public n'ait aucune répercussion sur la détermination de la valeur des instruments financiers. À l'instar du critère de légitimité des intérêts de l'émetteur, la proposition de règlement subordonne le report de la communication de l'information à l'exigence que l'émetteur soit en mesure d'en assurer la confidentialité¹, sans toutefois indiquer les procédés auxquels il doit recourir. Le futur dispositif a, là encore, vocation à être complété par des normes techniques d'exécution élaborée par l'AEMF². *De lege lata*, l'article 223-2, II du règlement général³ précise que l'émetteur qui diffère la publication d'une information privilégiée doit être « *en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information en contrôlant l'accès à cette dernière* ». L'émetteur doit ainsi prendre trois séries de mesures. Il doit limiter l'accès de cette information aux personnes « *qui en ont besoin pour exercer leurs fonctions au sein de l'émetteur* » (1°); l'émetteur doit, en outre, prendre des mesures pour veiller à ce que les personnes qui ont accès à cette information soient averties des obligations légales et réglementaires qui s'appliquent à elles à ce titre ainsi que des sanctions prévues en cas d'utilisation ou de diffusion indue de cette information (2°); enfin, l'émetteur doit prédisposer les mesures permettant une publication immédiate de l'information au cas où la confidentialité n'aurait pu être correctement assurée (3°).
476. Le texte se développe selon une logique évidente. Seule la première exigence constitue réellement une mesure de nature à préserver la confidentialité de l'information en réduisant au minimum nécessaire à la conduite des négociations les personnes en ayant connaissance. La seconde de ces exigences tend à assurer l'effectivité de la première par la menace dissuasive de sanctions pénales en cas de diffusion excessive de l'information au sein même de

¹ Art.12, paragraphe 4, tiret 2.

² Article 12, paragraphe 9, tiret 2 de la *Proposition de règlement précité*.

³ Transposant l'article 3, paragraphe 2, de la directive 2003/124/CE. Remarquons à cet égard que le régulateur a inversé l'ordre de présentation du texte en définissant d'abord à quelles conditions l'information doit être tenue confidentielles et ensuite quels sont les intérêts légitimes de l'émetteur justifiant de préserver une telle confidentialité. Une telle différence, quoique dépourvue de toute portée pratique, ne paraît en rien justifiée. La directive ne manquait pas de logique en partant de la définition des intérêts légitimes de l'émetteur, présupposé de la règle, avant d'en énoncer les conditions d'application.

l'émetteur et aux tiers. La dernière exigence tend à corriger l'ineffectivité éventuelle des deux premières en en limitant les effets. Là où il apparaîtrait que la confidentialité de l'information ne peut être réellement préservée, il s'agit de supprimer les risques d'avantages informationnels dont disposent ceux qui ont accès à l'information en la diffusant au public dans son ensemble. De cette façon, la publication de l'information assure une fonction égalisatrice nécessaire pour remédier à l'impossibilité pratique de limiter l'avantage informationnel de l'émetteur initialement reconnu indispensable à la préservation de ses intérêts légitimes. Là où il n'est pas possible de limiter l'avantage informationnel à la personne de l'émetteur, afin de protéger ses intérêts légitimes, la règle de droit impose sa suppression radicale.

477. Par le biais de cette exigence, les instances normatives adoptent une stratégie du tout ou rien. L'information privilégiée se définit à partir de son caractère confidentiel. Elle exprime le déséquilibre informationnel qui existe entre la connaissance que l'émetteur a de sa situation et celle dont dispose le public. Au sein de l'émetteur, les personnes qui connaissent l'information privilégiée sont dissuadées d'en tirer avantage en l'exploitant ou en la communiquant à des tiers du fait de la menace de sanctions pénales qui pèse sur eux et des nombreux mécanismes préventifs mis en place pour détecter les opérations d'initiés¹. D'abord présenté comme un droit légitime au secret de l'émetteur, ce droit s'accompagne en réalité d'un devoir absolu de préservation du secret comme condition de son bénéfice temporaire. C'est la même logique qui fonde la règle posée par l'article 223-3 du Règlement général de l'AMF. L'avantage informationnel ne peut être préservé qu'à condition de ne servir que les intérêts de l'émetteur. Le droit au secret est porteur de sa propre contrainte qui est une contrainte d'exclusivité. Cela justifie ainsi que la communication à un tiers de l'information privilégiée, visée par l'article 223-3, alinéa premier, entraîne une diffusion de l'information au public². En effet, la communication à un tiers implique une disparition du monopole de connaissance et a ainsi pour conséquence de permettre à un tiers d'en tirer parti sans la publier, alors même que la préservation de sa confidentialité n'est justifiée par aucun intérêt légitime de sa part. En revanche, l'article 223-3, al.2 supprime l'exigence de publication en cas de communication à un tiers tenu par une obligation de confidentialité. Une telle obligation exclut en effet par principe que le tiers communique l'information à d'autres

¹ Sur les listes d'initiés, les obligations déclaratives des dirigeants, l'obligation de déclaration d'opérations suspectes (dispositifs issus de la directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes, JOUE du 30.4.2004, L.162/70) et la mise au nominatif des titres, analysées comme des obligations de prévention, P. CLERMONTTEL, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly éditions, 2009, n° 266 et s., p. 194.

² Sont alors distinguées deux hypothèses. L'article 223-3, al.1^{er} RG AMF précise, *in fine*, que la diffusion doit intervenir « soit simultanément en cas de communication intentionnelle, soit rapidement en cas de communication non intentionnelle ».

personnes, ce qui préserve la situation de monopole dans laquelle se trouve l'émetteur. Ainsi qu'on l'a observé, « [p]ar ce moyen, l'atteinte à la transparence reste limitée : formellement, l'information tenue secrète n'existe pas pour le marché »¹.

478. L'alternative est alors la suivante. En ce que l'exclusivité est la condition autant que la justification du maintien de la confidentialité de l'information, ou bien elle est correctement assurée, et l'émetteur est fondé à différer la publication de l'information ; ou bien un tel monopole ne peut être préservé et l'information doit être rendue publique de façon à ce qu'une personne n'ayant pas un intérêt légitime soit privée de tout avantage informationnel à l'égard de l'ensemble du marché. À ce titre, cette exigence de confidentialité est alors commune à l'autre hypothèse de rétention momentanée de l'information privilégiée introduite dans la proposition de règlement qui va à présent être évoquée.

c. Le nouveau cas de report sur autorisation préalable fondé sur la prévention du risque systémique

479. En droit positif, le mécanisme du report fait peser sur l'émetteur l'appréciation des critères lui permettant de différer la publication. Le dispositif devrait toutefois s'enrichir d'une nouvelle hypothèse de report dont l'appréciation ne pèse plus sur l'émetteur lui-même mais sur l'autorité de contrôle compétente. À une logique de contrôle *a posteriori*, destinée à responsabiliser les émetteurs, la proposition de règlement associe désormais celle d'un contrôle *a priori*, compte tenu de l'importance systémique de certains émetteurs. Le secret peut alors être assuré aux émetteurs par une autorisation à cet effet du régulateur afin de préserver la stabilité du système financier. La préservation de l'intérêt général ne passe plus par l'accès à l'information mais, au contraire, par le secret. Ainsi, l'article 12, paragraphe 5 de la proposition de règlement introduit une hypothèse de report de l'information privilégiée fondée sur un mécanisme d'autorisation écrite par l'autorité compétente dans le respect de certaines conditions. Selon l'alinéa 2, l'autorisation fait l'objet d'une mise à jour en continue, l'autorité compétente étant tenue d'examiner, au moins une fois par semaine, si l'opportunité du report perdure. Cette autorisation doit être révoquée dès lors que l'une des conditions exigées fait défaut.

480. Les origines de ce nouveau mécanisme de report sont exposées dans le document de travail de la commission déjà évoqué. Celle-ci prenait acte des situations dans lesquelles la révélation d'une information concernant un émetteur, tel une banque, était de nature à mettre en péril des mesures d'urgence destinées à préserver sa stabilité financière, créant ainsi un risque

¹ M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers – Aspects juridiques*, préf. J.-B. BLAISE, L.G.D.J., 2002, n° 122, p. 82.

systémique¹. En somme, il convenait d'adapter les conditions requises pour différer la communication de l'information aux circonstances dans lesquelles sa diffusion était de nature à faire échec à une mesure destinée à prévenir un risque systémique, compte tenu de l'importance de l'émetteur². Selon les motifs de la proposition de règlement, « *si les informations privilégiées revêtent une importance systémique et qu'il est d'intérêt public d'en différer la publication, les autorités compétentes auront le pouvoir d'autoriser un tel report de publication pour une période limitée s'il s'agit, dans l'intérêt public supérieur, de préserver la stabilité du système financier et d'éviter les pertes qui pourraient résulter, par exemple, du manquement d'un émetteur d'importance systémique* »³.

481. À ce titre, le report autorisé par l'autorité compétente doit répondre à trois conditions au sens de l'article 12, paragraphe 5 de la proposition. L'information en cause doit présenter une importance systémique, qui se déduira certainement de la position systémique de l'émetteur lui-même ; il est dans l'intérêt du public de différer sa publication et la confidentialité de l'information peut être assurée. La réunion de ces trois conditions cumulatives, nécessaires à l'autorisation, détermine l'octroi d'un délai de report dont la durée se limite « *à ce qui est nécessaire dans l'intérêt du public* »⁴. Dans cette hypothèse, le critère retenu fondé sur le caractère systémique de l'information conduit à modifier l'analyse du report. Celui-ci n'est plus conçu au service de l'intérêt de l'émetteur, mais de celui du public. L'ignorance momentanée du public n'est plus un mal nécessaire à la préservation des intérêts de l'émetteur mais le but recherché pour assurer l'efficacité d'une intervention économique substantielle, au service de la stabilité financière. En pareil cas, il est dans l'intérêt de la stabilité du marché, et ainsi du public lui-même, à ce que soit reportée la diffusion de l'information.
482. La difficulté résulte toutefois de ce que la demande d'autorisation suppose une appréciation par l'émetteur lui-même du caractère systémique de l'information en cause. À défaut d'une définition des caractères de l'information systémique, des précisions relatives à la mise en œuvre du dispositif sont inévitables. Deux voies sont envisageables, l'une, probable, l'autre, certainement imparfaite mais préférable. Il est à parier qu'à l'occasion de travaux d'examen de l'application du futur règlement, sinon d'ici à son adoption, l'information systémique sera présentée sous forme d'exemples. Une telle démarche, qui alourdit encore le dispositif,

¹ Une définition est donnée par le Conseil de stabilité financière, le Fonds monétaire international et la Banque des règlements internationaux dans le document *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions Markets and Instruments : Initial Considerations*, oct. 2009, p. 2 : « *this paper defines systemic risk as a risk of disruption to financial services that is (i) caused by an impairment of all parts of the financial system and (ii) has the potential to have serious negative consequences for the real economy* », citée page 104 par A. GAUDEMET, retraçant les origines et les acceptions qu'a connues l'expression, « Risque de système : une perspective historique », RTDF n°3 – 2010, p. 97.

² *Call for evidence – Review of Directive 2003/6/CE on insider dealing and market manipulation (Market abuse directive)*, p.10, point 2.2.2.1: “*It may be necessary to revisit the mechanism for deferred disclosure of inside information in order to ensure (...) (ii) that when the viability of an issuer is at stake, they are not unduly stringent*”.

³ Proposition de règlement précitée, p.11, point 3.4.3.1.

⁴ Art.12, paragraphe 5, alinéa 2.

pourrait également être utilisée pour étendre le contrôle *a priori* du bien-fondé de la décision de report, au-delà de la seule prévention du risque systémique. À notre sens, il serait toutefois préférable de définir l'information systémique en considération de l'activité de l'émetteur – établissement de crédit et entreprises d'assurance, par exemple – et de la mesure envisagée, destinée à en assurer la viabilité financière.

483. Pour tirer une conclusion sur les mécanismes de report qui diffèrent l'exigibilité de l'obligation de communication, il apparaît que c'est l'intérêt du public qui en conditionne le régime. Alors que, dans le cadre du contrôle *a posteriori*, l'intérêt du public constitue une limite à la faculté de report reconnue à l'émetteur sous sa responsabilité, le nouveau mécanisme de report sur autorisation pose l'intérêt du public en condition du report et en critère de détermination de sa durée et de son maintien. En somme, la logique d'anticipation nécessaire du public est préservée en relation au premier mécanisme mais est mise à mal dans le second, là où ce sont précisément les anticipations du public qui seraient de nature à générer un risque de système en faisant échec à une mesure destinée à l'éviter. C'est la prise en compte de la fonction prédictive de l'information qui justifie que l'accès du public à l'information privilégiée soit reporté, afin d'éviter que les anticipations réalisées sur une telle base ne favorisent la réalisation d'un risque systémique.

SECTION II : Les contenus de l'information : le développement de l'information extrafinancière

484. La sélection de l'information relative aux émetteurs suppose d'identifier les données jugées indispensables aux anticipations des investisseurs et des autres opérateurs. L'approche n'est plus temporelle mais substantielle et tient au contenu de l'information. Intuitivement, le simple constat de l'importance quantitative conférée à l'information purement financière laisse penser qu'elle doit avoir une place prépondérante dans les anticipations que forment les opérateurs¹. L'information due par les émetteurs ne se réduit toutefois pas à des données

¹ On rappellera que sont exigés dans le rapport financier annuel par l'article 222-3 RG AMF les comptes annuels (1°), les comptes consolidés le cas échéant, établis conformément au règlement (CE) n°1606/2002 du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales, le rapport de gestion (3°) et le rapport des contrôleurs légaux des comptes sur les comptes annuels, consolidés le cas échéant (5°). Au titre du rapport financier semestriel sont exigés par l'article 222-4 des comptes condensés ou complets, présentés le cas échéant sous forme consolidée (1°), un rapport d'activité (2°) dont le contenu est précisé par l'article 222-6, ainsi qu'un rapport des contrôleurs légaux sur l'examen des comptes semestriels (4°). L'article 222-5 vient préciser, à propos du rapport financier semestriel, les éléments qui doivent figurer dans les comptes semestriels lorsque l'émetteur n'est pas tenu d'établir des comptes consolidés ou d'appliquer les normes comptables internationales. Enfin, selon l'article L.451-1-2, IV COMOFI, l'information financière trimestrielle expose les opérations et événements importants ayant eu une incidence sur la situation de l'émetteur et des entités qu'il contrôle (1°), décrit la situation financière et les résultats de l'émetteur et des entités qu'il contrôle (2°) et indique le montant net par branche d'activité du chiffre d'affaires du trimestre écoulé en rappelant celui de l'exercice précédent pour la même période (3°).

financières¹. Elle s'étend aujourd'hui à un ensemble disparate d'éléments relatifs au fonctionnement de l'émetteur², qui enrichissent progressivement le dispositif d'obligations d'information portant sur des données extrafinancières.

485. De manière générale, l'ensemble des obligations d'information qui vont être évoquées dans cette section peut être rattachée au mouvement du gouvernement d'entreprise. Ce rattachement conduit à modifier et élargir la « *finalité de la publicité [qui] n'est plus simplement informative. Elle devient un outil de promotion des bonnes pratiques de gouvernement d'entreprises et de régulation du comportement des entreprises* »³.
486. La notion de gouvernement d'entreprise apparaît toutefois d'emploi délicat car elle présente un caractère indéterminé et semble aujourd'hui recouvrir un domaine en expansion constante selon la doctrine. Au-delà de la première signification littérale évoquée de la notion anglaise, sa traduction française semble avoir induit un élargissement de la notion, pour en faire un cadre d'évaluation des conséquences sociales de l'activité de l'entreprise. Le gouvernement d'entreprise s'étend donc aujourd'hui, selon les auteurs, au mouvement de responsabilité sociale et environnementale ou responsabilité sociétale des entreprises⁴.
487. Le processus de sélection par l'ordre juridique de l'information nécessaire aux anticipations du public n'est ainsi pas neutre. L'objectif affiché par le gouvernement consistant à « *donner, à terme, la même place aux informations environnementales et sociales qu'aux informations financières* »⁵ suppose une progressivité de l'élaboration du dispositif normatif¹,

¹ « Certes, la directive « transparence » est dédiée aux investisseurs car elle entend assurer leur protection : il est donc logique que l'accent soit mis sur l'information financière. Mais il n'en demeure pas moins que l'esprit de la directive est d'assurer une transparence de toute information susceptible d'avoir un effet sur le marché et donc susceptible d'affecter l'investisseur. D'ailleurs, le texte intègre le principe d'image fidèle : conformément à ce principe, des informations *a priori*, non financières, pourraient devoir être communiquées dès lors que leur omission conduirait à fausser l'image fidèle de la situation financière de la société », B. LECOURT, *Rev. soc.* 2005, p. 481.

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 447, p. 646. On citera à ce propos le considérant 9 de la directive 2003/51/CE du 18 juin 2003 modifiant les directives 78/660/CE, 83/349/CEE, 86/635/CEE et 91/674/CEE du Conseil sur les comptes annuels et les comptes consolidés de certaines catégories de sociétés, des banques et autres établissements financiers et des entreprises d'assurance énonçant au sujet du rapport annuel et du rapport consolidé qu'« [i]l est nécessaire de renforcer, en s'inspirant des meilleures pratiques actuelles, l'obligation qu'ils comportent de présenter un exposé fidèle sur l'évolution des affaires et la situation de la société, en accord avec le volume et la complexité de ces affaires, pour promouvoir, en fournissant des indications supplémentaires sur l'information requise par la notion « d'exposé fidèle », une plus grande cohérence de cette information. Celle-ci ne devrait pas se limiter aux seuls aspects financiers de la vie de la société. Il est entendu que cette approche devrait mener, le cas échéant, à une analyse des aspects sociaux et environnementaux nécessaires à la compréhension de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation de la société ».

³ M. BOIZARD, « Les nouvelles obligations d'information des dirigeants envers le marché », *Rev. soc.* 2003, n° 30, p. 805.

⁴ « On voit mal en effet comment ce domaine si riche et si vaste pourrait se réduire à des questions de préparation et d'organisation des travaux d'un organe social. Les rémunérations des dirigeants, les conflits d'intérêts, la responsabilité sociale et environnementale n'entrent-elles pas dans le champ de ces principes ? », V. MAGNIER, « Le principe « se conformer ou expliquer », une consécration en trompe l'œil ? », *JCP E* 2008, act. 280.

⁵ V. LETARD, Sénat, séance du 15 septembre 2009 (compte rendu intégral des débats), cité par F.-G. TRÉBULLE, « Le risque, clef du développement durable des sociétés », *Dr. sociétés*, août 2010, ét. 13, n° 15.

parallèlement au développement de l'information relative au fonctionnement des organes sociaux. La notion de gouvernement d'entreprise ne saurait ainsi, du fait de son imprécision, servir de cadre d'explication de la diversification des contenus de l'information due au marché par les émetteurs. Elle permet toutefois, du fait de l'étendue plus ou moins large des visées que l'on lui prête, d'identifier deux ensembles d'obligations d'information. Certaines sont relatives à la société et à ses organes, d'autres à l'entreprise qu'elle gère.

L'identification de ces contenus permet alors de conduire l'analyse en distinguant les procédés selon lesquels le législateur opère. La sélection de l'information relevant au sens large du gouvernement d'entreprise est d'abord réalisée par un recours au droit des sociétés, destiné à assurer la connaissance du fonctionnement des organes sociaux, dont les rapports de conditionnement avec le droit financier doivent être précisés. Il convient en effet d'établir dans quelle mesure l'information relative aux organes sociaux doit être rattaché à l'amélioration du fonctionnement des sociétés cotées ou à la formation des anticipations du public des investisseurs (§1). Elle l'est ensuite par l'introduction de règles rattachées au droit souple en vue d'un accroissement graduel de la contrainte tant en matière de gouvernance de la société que de responsabilité « sociétale » de l'entreprise. Il s'agit alors d'établir dans quelle mesure cette intervention du droit souple permet la détermination progressive du contenu de l'information nécessaire aux anticipations du public relatives au fonctionnement de l'émetteur et à l'activité de l'entreprise (§2).

§1. L'information relative aux organes de l'émetteur fondée sur le droit des sociétés

488. Toutes les obligations qui s'imposent aux sociétés cotées participent-elles de la fonction prédictive de l'information ou certaines répondent-elles à une exigence d'amélioration du fonctionnement de la personne morale ? En somme, leur fondement tient-il aux exigences de la cotation ou au fait que leur débiteur est société ? Ces interrogations résultent du champ d'application *ratione personae* de telles obligations, lorsqu'elles n'ont pour débitrices que des sociétés cotées. L'information due par la société cotée l'ouvre vers l'extérieur² dans une logique de mise à disposition des investisseurs de données permettant la valorisation de ses titres qui ne saurait exclure la présence d'autres considérations. Si l'information exigée des émetteurs rend compte de l'état dans lequel se trouve l'entreprise participant aux marchés financiers en vue de la valorisation de ses titres, l'émetteur ne saurait toutefois être réduit à

¹ V. MERCIER, « Responsabilité sociale des entreprises et droit des sociétés : entre contrainte et démarche volontaire », *Dr. sociétés*, avril 2011, ét.6, n° 22 : « la démarche de transcription en droit des sociétés du développement durable est nécessairement progressive ».

² On a ainsi parlé d' « extériorisation du fonctionnement interne des organes sociaux », en relation à la publicité des procédures de contrôle interne et à la communication portant sur le contrôle des comptes, M. BOIZARD, « Les nouvelles obligations d'information des dirigeants envers le marché », *Rev. soc.* 2003, p. 796, n°5 et s.

une mécanique purement financière, même en droit financier. Il s'agit d'un espace de délibération et de décisions pour différents organes. Lorsqu'il s'agit d'une société, l'émetteur est aussi ce contrat-organisation mis en lumière par le professeur DIDIER pour rendre compte des spécificités du contrat de société¹.

489. Ainsi, il est frappant de voir comment le développement de l'information mise à la charge des émetteurs est conduit parallèlement à l'attention de plus en plus poussée portée à la direction des sociétés². Préoccupations de bonne gouvernance des sociétés et impératifs propres à la négociation des instruments financiers se mêlent en effet au point qu'il ne que faiblement entrepris de les distinguer pour dégager les conséquences juridiques qui leur sont propres. Ainsi que cela a été observé dans le rapport Winter au sujet des obligations de publicité comme instrument réglementaire, « *[l]es obligations de publicité sont un domaine dans lequel le droit des sociétés et la réglementation sur les valeurs mobilières se rejoignent. Un des objectifs prioritaires de la réglementation des marchés des valeurs mobilières est d'assurer que les acteurs de marché disposent d'une information suffisante pour agir en connaissance de cause. Lorsque les valeurs mobilières considérées sont des actions d'une société donnée, l'information à publier au titre de cette réglementation recouvre celle exigée conformément au droit des sociétés* »³. Il importe de déterminer, à partir de cette jonction du droit des sociétés et du droit des instruments financiers, de quelle manière s'exercent les influences réciproques de chacun de ces deux domaines sur le traitement juridique de l'information.
490. En vérité, il apparaît que la ligne de démarcation entre les règles qui tendent à améliorer le fonctionnement de la société et celles qui sont destinées à permettre au marché d'apprécier la valeur des instruments financiers ne peut être rigoureusement établie à partir d'un critère unique. Souvent, c'est davantage une différence de degré qu'une différence de nature qui va fonder la mise en relation de l'obligation avec l'un ou l'autre pôle alternatifs évoqués. Dès lors, il convient de souligner la relativité de la démarche entreprise ici, consistant à mettre en lumière un critère d'articulation du droit des sociétés avec le droit des instruments financiers. La prise en compte des nécessités d'organisation inhérentes à la structure de l'émetteur envisagé comme société ne saurait ainsi être présentée dans une relation de domination de la logique du droit des sociétés sur le droit financier ou réciproquement.
491. On soutiendra toutefois qu'à l'analyse, l'information attendue des émetteurs révèle une articulation dans laquelle se profilent successivement une adaptation du droit des sociétés requise par les nécessités de l'information financière et un enrichissement des exigences d'information relatives au fonctionnement de la société par le droit financier. Le droit des

¹ P. DIDIER, « Brèves notes sur le contrat-organisation », in *L'avenir du droit – Mélanges en hommage à François TERRÉ*, Dalloz, PUF, Juris-Classeur, 1999, p. 635-643.

² A. COURET, « Le gouvernement d'entreprise : la *corporate governance* », *D.* 1995, p. 163.

³ *Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés – Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés*, présidé par J. WINTER, Bruxelles, 4 novembre 2002, p. 38.

sociétés vient alors en complément du droit financier qui, par un effet d'enrichissement des méthodes, vient à son tour développer l'information en droit des sociétés, ainsi que le révèle l'étude de l'information relative aux organes de l'émetteur.

Il convient donc de distinguer, au sein des obligations d'information qui pèsent sur les sociétés cotées, deux types de règles, les premières tendant principalement à l'enrichissement des éléments d'information nécessaires à la réalisation de prédictions par les investisseurs, les secondes visant essentiellement à améliorer la gouvernance institutionnelle des sociétés. Ainsi, alors que le rapport sur le contrôle interne et la gestion des risques de l'émetteur introduit en droit des sociétés des éléments d'information qui viennent au renfort des nécessités du droit des instruments financiers (A), d'autres obligations d'information reposent sur une exigence de développement de l'information en droit des sociétés auquel le droit financier n'apporte qu'un simple cadre de soutien (B).

A. La contribution du droit des sociétés à la réalisation de la fonction prédictive de l'information : le rapport sur le contrôle interne

492. Outre la détermination du contenu de l'information attendue, il importe de pouvoir apprécier les conditions dans lesquelles celle-ci a été élaborée afin d'en évaluer la rigueur. Telle est l'une des fonctions qui revient au rapport exigé des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé par les articles L.225-37, alinéa 6 et L.225-68, alinéa 7 du Code de commerce¹. Le conseil d'administration ou de surveillance doit ainsi établir, au sens de ces dispositions : « *un rapport joint au rapport mentionné aux articles L.225-100, L.225-102, L.225-102-1 et L.233-26 de la composition du conseil et de l'application du principe de représentation équilibrée des femmes et des hommes en son sein, des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil, ainsi que des procédures de contrôle interne et de gestion des risques mises en place par la société, en détaillant notamment celles de ces procédures qui sont relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière pour les comptes sociaux et, le cas échéant, pour les comptes consolidés. Sans préjudice des dispositions de l'article L.225-56, ce rapport indique en outre les éventuelles limitations que le conseil d'administration apporte aux pouvoirs du directeur général* ».
493. Ainsi décrit, le contenu d'un tel rapport ne présente pas de réelle unité. On peut distinguer quatre séries de contenus. En premier lieu, on trouve une information relative à la composition du conseil au plan de la partition entre les hommes et les femmes². En second

¹ Introduit par la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière.

² Cf. *infra*, n° 513 et s.

lieu, l'information exigible porte sur l'organisation des travaux du conseil, c'est-à-dire les modalités de préparation de ses réunions et de détermination de son ordre du jour. En troisième lieu, le rapport rend compte des procédures de contrôle interne et de gestion du risque, spécialement mises en relation avec l'élaboration de l'information comptable et financière relative à la société. Enfin, la quatrième série d'informations attendue porte sur la détermination des pouvoirs de représentation du directeur général par le conseil d'administration et dépend donc uniquement du choix d'organisation de la direction par la société anonyme. Seule la troisième doit directement être mise en relation avec la qualité de l'information due par la société au titre de sa qualité d'émetteur coté. Les trois autres séries d'informations n'ont pour objet que des éléments d'appréciation du fonctionnement de l'émetteur pour le public, qui ne sauraient être directement rattachés à la qualité de l'information financière, mais relèvent davantage de l'appréciation de la gouvernance de l'émetteur. Il faut donc conclure à l'hétérogénéité du contenu du rapport sur le contrôle interne. On y trouve d'une part une information destinée à rendre compte de l'élaboration de l'information financière pour permettre au public d'en apprécier la fiabilité¹ et, d'autre part, des éléments d'appréciation de la gouvernance de la société, portant sur le fonctionnement comme sur la composition des organes de direction.

494. L'information contenue dans le rapport « joint » du président du conseil d'administration ou de surveillance satisfait donc une fonction d'anticipation à partir de la révélation de données non financières qui permettent d'apprécier tant l'élaboration de l'information financière que la gouvernance de l'émetteur. C'est en effet bien comme émetteur de titres que la société anonyme est envisagée, ainsi que le révèlent les évolutions du champ d'application de l'obligation de publier un rapport sur le contrôle interne.
495. Lors de son introduction par l'article 117 de la loi n° 2003-706 de sécurité financière du 1^{er} août 2003², l'exigence d'élaboration d'un rapport joint à la charge du président concernait toutes les sociétés anonymes³. Le double constat de la lourdeur d'un dispositif rattaché à la communication financière⁴ pour les sociétés ne faisant pas appel public à l'épargne et de sa

¹ Comp. sur l'exigence de divulgation des méthodes retenues par les agences de notation dans l'élaboration des opinions portant sur la solvabilité d'un émetteur traduites sous forme de notes, *infra*, n° 958.

² Sur les conditions ayant conduit à l'adoption de cette disposition, au titre desquelles, l'absence d'effectivité de l'article L.225-51 du Code de commerce, inséré par la loi n°2001-420 du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques (« Le président du conseil d'administration organise et dirige les travaux de celui-ci, dont il rend compte à l'assemblée générale »), D. SCHMIDT, « Le rapport sur les conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil d'administration », in *Études offertes au Doyen Philippe SIMLER*, Litec Dalloz 2006, p. 503 et s., spéc., p. 507 : « On observe d'emblée que, plutôt que de poursuivre l'application effective de la prescription déjà existante contenue dans l'article L.225-51, le législateur préfère édicter un texte nouveau qui reproduit à peu près le texte existant inappliqué ».

³ G. BARANGER, « Le rapport spécial du président du conseil d'administration sur le fonctionnement du conseil et les procédures de contrôle interne », *Bull. Joly*, 2004, p. 169.

⁴ Un auteur énonce en effet au sujet du contrôle interne que celui-ci, « vécu comme un mal nécessaire », « devient une partie intégrante des outils de la direction générale et fait partie de la communication financière », S. SYLVESTRE, « Le contrôle interne », *LPA* 14 nov. 2003, avant d'observer qu' « il eut peut-être été plus judicieux de n'imposer ces nouvelles obligations qu'aux sociétés cotées. La généralisation de ces obligations à

méconnaissance par ces dernières¹ a conduit le législateur à restreindre le domaine de l'obligation aux seules sociétés faisant appel public à l'épargne², puis à celles dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé³. Il paraît donc aujourd'hui que l'information hétérogène exigible dans le rapport joint est due en considération de la nature ouverte de la société du fait de la négociation de ses titres sur les marchés réglementés. Cette information permet d'apprécier la situation de l'émetteur en fonction de sa gouvernance et des conditions dans lesquelles est élaborée son information financière.

496. C'est toutefois sous l'angle de son contenu que cette obligation a fait l'objet des controverses les plus vives. Si, pour partie, l'information contenue dans le rapport joint présente une nature purement objective, en ce qui concerne les limitations des directeurs généraux pour les seules sociétés à conseil d'administration et, plus généralement, pour les conditions de préparation et d'organisation comme de la composition du conseil, la portée de l'obligation de rendre compte en relation au contrôle interne pesant sur le président a fait l'objet de discussions. Le compte rendu ne présente-t-il qu'une nature purement descriptive ou comporte-t-il une dimension qualitative, d'évaluation par la société de ses propres pratiques de gouvernance⁴ ? À l'encontre de cette dernière analyse, le principal grief opposé à la reconnaissance d'une dimension qualitative du rapport sur le contrôle interne tenait à l'auteur du rapport. Selon qu'il est ou non dissocié, le président se retrouve à « *endosser un rapport préparé par d'autres* » ou, au contraire, à « *critiquer, comme président, un dispositif qu'il a fait mettre en place comme directeur général* »⁵, devenant ainsi en quelque sorte juge et partie aux procédures dont il rend compte⁶. Dans un cas, il n'est pas de raison d'attribuer au président la responsabilité d'un rapport qu'il ne peut préparer qu'en s'appuyant sur les informations obtenues du conseil et de la direction générale ; dans l'autre, le président ne fera qu'entériner ses propres choix sans qu'il soit possible d'en conclure à un contrôle effectif sur les pratiques retenues.

toutes les sociétés anonymes dans un but de sécurité financière comporte en effet le risque de nuire à l'initiative économique », p. 90.

¹ D. SCHMIDT, « Le rapport sur les conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil d'administration », in *Études offertes au Doyen Philippe SIMLER*, Litec Dalloz 2006, p. 507.

² Art. 7 de la loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie.

³ Art. 7-VI de l'ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009.

⁴ Sur cette question, P. BISSARA, R. FOY, A. de VAUPLANE, *Droit et pratique de la gouvernance des sociétés cotées – Conseils et comités*, Joly éditions 2007, p. 240-242, citant le rapport du sénateur Philippe MARINI, *La loi de sécurité financière : un an après*, préc., p. 124 et s. V. égal. S. SCHILLER, « L'évaluation du conseil d'administration et du contrôle interne des sociétés cotées », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, dir. V. MAGNIER, préf. P. MARINI, L.G.D.J.-Lextenso, 2010, n° 2-3, p. 134-135.

⁵ P. BISSARA, R. FOY, A. de VAUPLANE, *Droit et pratique de la gouvernance des sociétés cotées – Conseils et comités*, Joly éditions 2007, p. 241.

⁶ Selon un auteur, « si le président et le directeur général ne font qu'un, la pertinence de cette nouvelle obligation est douteuse. La même personne est juge et partie », J.-L. NAVARRO, « Le rapport sur les procédures de contrôle interne : de la loi du 1^{er} août 2003 à la loi du 26 juillet 2005 », *Bull. Joly*, janv. 2006, p. 138.

497. Une telle objection n'a pas été retenue par l'AMF elle-même, dont la position ne peut que s'imposer du fait que le rapport est aujourd'hui restreint aux sociétés cotées, nécessairement soumises à son contrôle¹. Il faut à notre sens l'en approuver pour des raisons qui tiennent tant à la définition du contenu de l'information qu'à la limitation de son champ d'application aux sociétés cotées. En effet, appliqué à des éléments comme les procédures de contrôle interne et de gestion des risques relatives entre autres au traitement de l'information comptable et financière, il apparaît délicat de réduire le contenu de l'information à une somme d'éléments objectifs invariants quel que soit l'émetteur. C'est d'abord l'indétermination même de la notion de contrôle interne², non définie par le législateur, qui laisse une marge de manœuvre au président de la société. C'est ensuite la référence imprécise et réaliste faite au « traitement » de l'information comptable et financière qui implique en elle-même la présence de procédures relatives à l'élaboration de l'information financière qui laissent une marge de manœuvre à l'émetteur. Enfin, c'est la reconduction de cette information à la qualité d'émetteur coté qui implique que l'information est susceptible d'une appréciation par un public. En tant que le rapport joint ne comprend pas lui-même de données financières, son intérêt pour le marché réside dans la possibilité d'une analyse qualitative par les destinataires de l'information, qui suppose donc une évaluation par l'émetteur lui-même. L'absence de définition législative de procédures de contrôle interne a vocation à faire de ces dernières un instrument de comparaison entre les émetteurs au service de l'appréciation du public. L'évaluation ne consiste donc pas dans une appréciation par l'émetteur des pratiques qu'il a lui-même instituées par l'entremise de ses organes de direction. Elle doit davantage être envisagée comme une justification par l'émetteur des raisons présidant à l'adoption des procédures de contrôle interne. Plus qu'une description, il s'agit bien, selon les termes de l'AMF, d'une « *appréciation sur l'adéquation et l'efficacité* » des procédures en cause qui paraît seule de nature à éclairer le public sur les conditions dans lesquelles est élaborée l'information financière des émetteurs. En imposant une telle conception, l'AMF ne fait

¹ P. BISSARA, R. FOY, A. de VAUPLANE, *Droit et pratique de la gouvernance des sociétés cotées – Conseils et comités*, Joly éditions 2007, p. 242 : « La loi pour la confiance et la modernisation de l'économie ayant restreint l'obligation de présenter un rapport sur le contrôle interne aux seules sociétés faisant publiquement appel à l'épargne, nul doute que la position de l'AMF s'imposera » ; égal. J.-L. NAVARRO, « Le rapport sur les procédures de contrôle interne : de la loi du 1^{er} août 2003 à la loi du 26 juillet 2005 », *Bull. Joly*, janv. 2006, p.140 : « L'obligation d'établissement n'intéressant plus que les sociétés faisant appel public à l'épargne, la position de l'AMF va s'imposer d'elle-même : il faut donc évaluer ».

² S. SYLVESTRE, « Le contrôle interne », *LPA*, 14 nov. 2003, p. 87, qui, après avoir observé que « rien dans la loi ne définit le contrôle interne », le présente d'après la définition retenue par le Committee of Sponsoring Organisations (www.coso.org/keyconcepts/index.html) comme « le processus mis en œuvre par la direction générale, le management et le personnel et conçu pour fournir une assurance raisonnable quant à l'accomplissement des objectifs suivants : la réalisation et l'optimisation des opérations ; la fiabilité des informations financières ; la conformité aux lois et règlements en vigueur », définition reprise par les travaux du groupe de Place établi sous l'égide de l'AMF, *Le dispositif de contrôle interne : Cadre de référence*, Janvier 2007, p. 9, point 1.1.

d'ailleurs que réaliser la mission qui lui revient de veiller à l'information des investisseurs¹ compte tenu du contrôle qu'elle exerce en la matière².

498. La conception aujourd'hui retenue par l'AMF dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne comme instrument d'évaluation de leurs pratiques doit ainsi être approuvée³. D'une part, elle est consubstantielle au contenu même de l'information sur le contrôle interne, dont la mise en œuvre suppose des partis pris. D'autre part, elle correspond à ce qu'en attend le marché comme instrument d'évaluation des choix d'organisation des travaux des organes de la société⁴. Ce sont les choix dûment justifiés de ce qui semble être une bonne pratique à la société qui permettent au marché d'en apprécier la pertinence pour satisfaire leur exigence d'anticipation à partir du fonctionnement des organes de l'émetteur.

B. Le développement de l'information en droit des sociétés supporté par le droit financier

499. Certaines obligations d'information imposées aux émetteurs relatives à leurs organes ne sauraient être expliquées par la réalisation la fonction prédictive de l'information en droit des instruments financiers. Elles ont vocation à enrichir les règles du droit des sociétés en prenant appui sur le droit des sociétés cotées. Ce mouvement d'expérimentation et d'élaboration de l'information en droit des sociétés par le biais des règles applicables aux seules sociétés cotées peut être illustré par deux exemples.

D'une part, l'information sur les rémunérations des dirigeants sociaux, aujourd'hui fort étendue que la société soit ou non cotée, est désormais complétée par la soumission de certaines d'entre elles à la procédure des conventions réglementées pour les seules sociétés cotées (1). D'autre part, au titre du rapport joint, l'information relative à la partition entre hommes et femmes dans les conseils d'administration et de surveillance des sociétés cotées

¹ Art. L. 621-1 COMOFI.

² En général, sur le contrôle de l'information publiée par les émetteurs qu'exerce l'AMF, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 435, p. 626.

³ Pour une illustration de l'adhésion aujourd'hui remportée par l'AMF auprès des organismes de représentation professionnelle, *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées* de l'AFEP et du MEDEF dans sa version de décembre 2008, p. 14, point 9.1 : « Pour une bonne pratique de gouvernement d'entreprise, le conseil procède à l'évaluation de sa capacité à répondre aux attentes des actionnaires qui lui ont donné mandat d'administrer la société, en passant en revue périodiquement sa composition, son organisation et son fonctionnement ».

⁴ J.-L. NAVARRO, « Le rapport sur les procédures de contrôle interne : de la loi du 1^{er} août 2003 à la loi du 26 juillet 2005 », *Bull. Joly*, janv. 2006, p. 139, qui, justifiant la position de l'AMF et du CNCC face à celle du MEDEF et de l'ANSA, retient que « réduire les informations à fournir à celles descriptives n'était pas conforme au but de cette nouvelle obligation, le législateur cherchant par cette mesure à protéger les investisseurs sur les marchés boursiers (...). Contrôler c'est évaluer et pas simplement décrire ».

anticipe l'entrée en vigueur d'une règle impérative relative à la composition de l'organe de direction (2).

1. Les rémunérations des dirigeants sociaux

500. Information essentielle dans la perspective d'une bonne gouvernance, celle qui concerne les rémunérations des dirigeants sociaux fait l'objet d'un traitement juridique particulier en droit financier. S'agit-il toujours cependant d'une information propre au droit financier ou, au contraire, d'un simple développement du droit des sociétés en droit financier ?

On envisagera d'abord l'évolution du dispositif ayant conduit à attacher à la présence de la société sur un marché réglementé une information particulière sur les rémunérations des dirigeants sociaux (a), avant d'en évoquer leur soumission, aux fins de leur validité, à la procédure des conventions réglementées, expression de l'extranéité manifeste du dispositif à la discipline de l'information prédictive (b).

a. La quête de transparence sur les rémunérations

501. Comme le remarque un auteur, « *voilà au moins un principe sur lequel un accord unanime s'est fait ces dernières années : si on ne les réduit pas, il convient au moins que les rémunérations des dirigeants de sociétés cotées soient transparentes* »¹. Innovation résultant de la loi n°2001-420 du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques suite aux recommandations du rapport Vienot II², l'information sur la rémunération des mandataires sociaux s'imposait initialement à l'ensemble des sociétés anonymes, cotées ou non. La loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière est venue en restreindre le champ d'application³. L'article L.225-102-1, alinéa 11 du Code de commerce dispose désormais que « *les dispositions des premier à troisième alinéa ne sont pas applicables aux sociétés dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé et qui ne sont pas contrôlées au sens de l'article L.233-16 par une société dont les titres sont admis aux*

¹ B. DONDERO, « La rémunération des dirigeants sociaux », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise*, dir. V. MAGNIER, préf. P. MARINI, L.G.D.J.-Lextenso, 2010, n° 42, p. 128. Au niveau européen, la Commission a émis diverses recommandations relatives aux rémunérations des administrateurs de sociétés cotées : *Recommandation de la Commission du 14 décembre 2004 encourageant la mise en œuvre d'un régime approprié de rémunération des administrateurs des sociétés cotées* 2004/913/CE, JOUE 29.12.2004, L.385/55, complétée par les recommandations 2005/162/CE du 15 février 2005, JOUE 25.2.2005, L.52/51, et 2009/385/CE du 30 avril 2009, JOUE 15.5.2009, L.120/28.

² Sur cette question, M. GERMAIN et V. MAGNIER, *Traité de droit des affaires – Les sociétés commerciales*, 20^e éd., L.G.D.J., t. 2, 2011, n° 2161, p. 928.

³ Article 138.

négociations sur un marché réglementé ». Ainsi, l'inclusion des éléments relatifs aux rémunérations des dirigeants dans le rapport annuel présenté par le directoire ou le conseil de surveillance constitue un élément d'information de l'assemblée générale comme du marché. Le législateur tend, à travers cette règle, à utiliser la transparence comme un instrument de modération et d'alignement des pratiques en matière de rémunérations, qui semble cependant avoir produit l'effet inverse...¹

502. Depuis son introduction par la loi sur les nouvelles régulations économiques, cette information a été étendue et enrichie à la faveur de réformes successives. N'incluant initialement que la rémunération totale et les avantages de toute nature versés durant l'exercice à chaque mandataire social, elle a été étendue aux titres de capital, de créance et titres composés², y compris lorsque ces éléments de rémunération ont été versés par une société contrôlée ou qui contrôle³ celle dans laquelle le dirigeant exerce ses fonctions. L'alinéa 4, issu de la loi « Breton » du 26 juillet 2005⁴, vient ensuite détailler le contenu de l'information exigée qui doit porter tant sur les éléments fixes et variables des rémunérations et avantages que les engagements pris par la société à raison de la prise, de la cessation ou du changement de fonction, le défaut d'une telle information pouvant conduire à annuler les versement effectués ou les engagements souscrits.
503. Le mouvement ainsi décrit révèle une volonté d'inclure dans l'information destinée aux actionnaires et au marché l'ensemble des coûts que représente pour la société la rémunération de ses dirigeants. Une telle exigence ne saurait être strictement ramenée à un élément d'anticipation pour le marché mais satisfait un besoin plus spécifique d'information relative au fonctionnement de la société comme personne morale. Elle est nécessaire, en soi, pour évaluer la relation entre la rémunération des dirigeants et la qualité de leur gestion à l'occasion de l'assemblée générale.
504. De cette information doit être distinguée celle exigée par l'article L.225-100-3, 10°, également propre aux sociétés cotées, qui leur impose d'inclure dans le rapport annuel au titre des éléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique « *les accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou du directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique* ». Cette information a pour objet de rendre

¹ P. MERLE, *Droit des sociétés*, 15^e éd., Dalloz 2011, n° 390-1, p. 456, citant une étude réalisée par le magazine *L'Expansion*, mettant en lumière une augmentation de 58% des revenus des patrons du CAC 40 en 2007 et constatant que « [c]ette transparence des rémunérations voulue par le législateur a eu malheureusement un grave effet pervers : les dirigeants de sociétés cotées ont en effet souhaité, compte tenu de leur compétence, du poids de leur société... que leurs rémunérations soient calées sur celles de leurs collègues les mieux dotés ! En outre, ils doivent penser que cette publicité a un effet absoluire même lorsque le montant de leur rémunération est très élevé ».

² Article 51-II de l'Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004.

³ Précision résultant l'article 138 de la loi n° 2003-706 de sécurité financière du 1^{er} août 2003.

⁴ Article 9-1 de la loi n° 2005-842.

compte de la charge financière que représente pour la société l'indemnisation des personnes susceptibles de cesser leurs fonctions ou de perdre leur emploi à l'occasion d'une offre publique. Sont donc en cause les conséquences financières liées à la réalisation de l'opération pour la société.

505. Cette information spécifique relative aux rémunérations des dirigeants de sociétés cotées met donc en lumière deux ordres de considérations. Tout d'abord, l'information relative aux rémunérations des dirigeants constitue une donnée d'appréciation de la gouvernance qui enrichit l'information des actionnaires en droit des sociétés. Circonscrite aux seules sociétés cotées, elle répond ainsi à la préoccupation de ne pas alourdir excessivement les contraintes d'information dans des sociétés qui connaissent une moindre variété de rémunérations. Ce besoin de transparence n'est-il toutefois pas généralisable ? Il ne constitue en effet pas tant un indicateur des performances financières de la société qu'une information nécessaire à l'appréciation de la qualité de la gestion, considération qui ne saurait être limitée par la prise en compte du caractère ouvert de la société. Sous l'angle strict des exigences de fonctionnement de la personne morale, s'agissant d'un élément d'analyse de l'activité d'un organe social, il ne semble pas pertinent d'opposer « *deux modèles : d'un côté, celui de l'épargnant souscrivant des actions de société cotée, proche d'un consommateur de produits financiers ; de l'autre, le modèle de l'actionnaire de la société anonyme fermée, plus proche d'un entrepreneur* »¹. Cette intégration des mobiles de l'investisseur dans la prise de participation dans une société est ici indifférente. Que la rémunération des dirigeants soit de nature à intéresser les investisseurs, lorsque la société est cotée, n'est pas douteux. Compte tenu de la négociabilité des actions et titres donnant accès au capital sur les marchés réglementés, une « ouverture » de l'information sociale s'impose. L'objet de l'information reste toutefois déterminé par des exigences qui ont trait à la présence d'organes sociaux. En outre, que la société soit cotée ou non, le besoin d'information trouve une justification économique commune lorsque l'on analyse la relation entre propriété du capital et contrôle. Comme on l'a remarqué selon une analyse classique, les rémunérations « *sont prélevées sur les apports versés par les actionnaires, ou sur les bénéfices réalisés grâce à ces apports, par la société que les actionnaires ont constituée. Les actionnaires, « propriétaires économiques » de la chose gérée, la société, devraient légitimement avoir connaissance du montant des sommes réclamées par le gérant de leur bien* »². Que la société soit cotée ou non, la relation entre la société et les dirigeants, dont la rémunération constitue un élément, reste identique, quoique l'information requise soit de nature à intéresser un public d'investisseurs susceptibles de devenir des actionnaires du fait de la présence de la société sur un marché. Ainsi, la volonté politique de restreindre la transparence sur les rémunérations aux sociétés

¹ B. DONDERO, « Pour une transparence ponctuelle de la rémunération des mandataires sociaux des sociétés anonymes non cotées », *LPA* 27 avril 2004, p. 7, n° 3.

² *Idem*, p. 7, n° 7.

cotées ne paraît pas pleinement justifiée, bien que dans ses modalités, l'obligation d'information doive sans doute être déterminée différemment lorsque la société n'est pas cotée¹. Ensuite, en relation à la seconde règle étudiée, il apparaît que l'information sur la rémunération des mandataires change de nature. Elle ne procède plus d'une révélation des rapports entre les mandataires et la société mais tend à une évaluation de la charge financière que les rémunérations représentent pour la société, appréhendée comme cible potentielle d'une offre publique. Les mandataires sociaux ne sont plus envisagés comme membres d'un organe de gestion mais, au contraire, comme des créanciers, au même titre que les salariés, également visés par l'article L.225-100-3, 10°. Propre au droit des offres publiques, cette information s'inscrit dans une logique spécifique, propre au marché du contrôle, qui ne relève pas tant de la valorisation des titres que de celle de la société elle-même, et ne saurait ainsi être généralisée en droit des sociétés.

Hors cette règle spécifique, qui ne relève pas strictement de l'objet de cette étude, un autre indice permettant de rattacher l'information sur les rémunérations au droit des sociétés réside dans le choix du législateur de soumettre l'octroi des indemnités de départ à la procédure des conventions réglementées.

- b. La soumission de la validité de l'octroi des rémunérations et indemnités de départ à la procédure des conventions réglementées

506. Le constat de l'ineffectivité de l'information comme instrument d'orientation des comportements² a conduit le législateur à rechercher un mode d'encadrement substantiel de l'octroi de certaines rémunérations en soumettant leur validité à la procédure des conventions réglementées. L'appartenance des règles d'information relatives aux rémunérations des dirigeants au droit des sociétés est ainsi révélée par le régime auquel l'octroi de certaines rémunérations dans les sociétés cotées sont soumises depuis la loi « Breton » n° 2005-842 du 26 juillet 2005. En effet, dans leur rédaction actuelle issue des ajouts opérés par la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007, les articles L.225-42-1 et L.225-90-1 du Code de commerce ne s'appliquent qu'aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé³. Cette extension se présente donc comme une application exceptionnelle de la

¹ V. à ce sujet la suggestion de B. DONDERO consistant à assurer le droit à l'information des actionnaires minoritaires non représentés aux conseils selon un critère de détention d'une fraction minimale du capital social, « Pour une transparence ponctuelle de la rémunération des mandataires sociaux des sociétés anonymes non cotées », préc., p. 8, n° 9, et spéc., note 144.

² Un auteur dresse le constat sévère suivant : « la lumière n'arrête pas le cynique et croire que la seule révélation des avantages financiers des dirigeants sociaux suffit à la prévention des abus relève d'un angélisme sympathique », A. VIANDIER, « Les engagements d'indemnisation des dirigeants sociaux après la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 », *JCP E* 2007, 2129, n° 2.

³ Selon l'article L.225-42-1, alinéa premier, issu de l'article 8-1 de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005, « dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, les engagements pris au

procédure de droit commun¹ à des « rémunérations » qui y sont normalement soustraites, tout comme une dérogation explicite aux solutions retenues en jurisprudence dans les autres sociétés anonymes.

507. On rappellera en effet que, dans l'interprétation qu'en donne la jurisprudence, sont seules soumises à la procédure des conventions réglementées les indemnités qui ne sont pas assimilables une rémunération², dont la détermination relève exclusivement des compétences du conseil d'administration, qu'il s'agisse des rémunérations exceptionnelles allouées aux administrateurs en vertu de l'article L.225-46 ou de la rémunération du président au sens de l'article L.225-47³. La loi nouvelle consacre une assimilation entre les notions d'indemnité et de rémunération, lorsqu'elles sont dues, ou susceptibles d'être dues, à raison de la cessation ou du changement de fonction⁴. En effet, selon la jurisprudence établie pour les sociétés anonymes non cotées, le versement d'un complément de retraite à un dirigeant peut être analysé en un complément de rémunération s'il constitue la contrepartie de services rendus à la société, qu'il y est proportionné et ne représente pas une charge excessive pour la société⁵. Les règles applicables aux sociétés cotées tendent donc à étendre le domaine d'application de la procédure des conventions réglementées, dont elle renforce en outre considérablement la portée en l'érigeant en condition de validité de la rémunération, de l'indemnité ou de l'avantage consenti au dirigeant et en en précisant la cause.
508. Dans les sociétés non cotées, selon les articles L.225-42 et L.225-90, le défaut d'autorisation du conseil d'administration ou de surveillance n'est sanctionné que par une nullité facultative, à la condition que la convention conclue ait eu des conséquences dommageables pour la société. Cette nullité peut en outre être couverte par un vote de l'assemblée générale sur rapport des commissaires aux comptes exposant les circonstances en raison desquelles la procédure d'autorisation n'a pas été suivie. Expression de l'hostilité traditionnelle du

bénéfice de leurs présidents, directeurs généraux ou directeurs généraux délégués, par la société elle-même ou par toute société contrôlée ou qui la contrôle au sens des II et III de l'article L.233-16, et correspondant à des éléments de rémunération, des indemnités ou des avantages dus ou susceptibles d'être dus à raison de la cessation ou du changement de ces fonctions, ou postérieurement à celles-ci, sont soumis aux dispositions des articles L.225-38 et L.225-40 à L.225-42 ». L'article L.225-90-1 s'applique dans les mêmes termes aux engagements pris au bénéfice d'un membre du directoire.

¹ En général, sur les conventions réglementées dans les sociétés anonymes, M. GERMAIN et V. MAGNIER, *Traité de droit des affaires – Les sociétés commerciales*, t. 2, 20^e éd., L.G.D.J. 2011, n° 1646 et s., p. 472.

² Com., 18 octobre 1994, *Jonsenhans c/ Cie financière de l'Ouest* : *Bull. civ. IV*, n° 304 ; *D.* 1994. *IR.* 250 ; *Bull. Joly* 1994, p. 1311, note P. LE CANNU ; *RTD com.* 1995, p. 434, obs. B. PETIT et Y. REINHARD.

³ Dans les sociétés anonymes à conseil de surveillance, il revient à ce dernier de décider de la rémunération des membres du directoire (art.L.225-63) et des président et vice président du conseil de surveillance (art. L.225-81).

⁴ Comme l'expose le professeur VIANDIER, les rémunérations visées par l'article L.225-42-1 auraient dû être analysées comme « l'indemnisation du préjudice éventuellement subi à raison de la cessation des fonctions » afin « de ne pas mélanger deux notions radicalement différentes, obéissant à des régimes juridiques distincts : la rémunération, à la différence d'une indemnité de départ, procède, en principe, d'une décision unilatérale du conseil d'administration et non d'un contrat ; en outre, la rémunération est la rétribution d'un travail alors que l'indemnisation suppose la démonstration d'un préjudice », A. VIANDIER, « Les engagements d'indemnisation des dirigeants sociaux après la loi n°2007-1223 du 21 août 2007 », *JCP E* 2007, 2129, n° 7.

⁵ Com., 3 mars 1987, *UBP c/ Lebon*, *Bull. civ. IV*, n° 64 ; *Rev. soc.* 1987, p. 266, note Y. GUYON ; *Gaz. Pal.* 1987.1.264, note E. HATOUX.

législateur à l'encontre des nullités en droit des sociétés, la nullité des conventions réglementées n'est prononcée qu'à des conditions restrictives. Facultative, celle-ci ne peut être prononcée que si elle a eu des conséquences préjudiciables pour la société.

509. Dans les sociétés cotées, l'octroi de rémunérations identifiées à partir de leur cause fait l'objet d'une sanction plus rigoureuse. Lorsque les sommes ou avantages sont dus « *à raison de la cessation ou du changement de ces fonctions, ou postérieurement à celles-ci* », en application de la procédure classique, le conseil d'administration ou de surveillance doit donner une autorisation qui, appliquée aux indemnités de départ dans les sociétés cotées, doit être rendue publique¹ tout comme la décision de versement². Tout versement réalisé sans vérification préalable du respect des conditions prévues est frappé d'une nullité de plein droit, qui n'est ainsi susceptible d'aucune confirmation par un vote de l'assemblée générale. Enfin, l'octroi de telles rémunérations est soumis au respect de conditions de performance du bénéficiaire, appréciée au regard de celles de la société. Le droit des sociétés cotées impose donc une stricte mise en relation du versement de la rémunération ou de l'indemnité de départ à la qualité de la participation à la gestion du bénéficiaire³.
510. La présentation de ce dispositif met donc en lumière un certain nombre de spécificités propres aux sociétés cotées. Outre la sanction de la nullité en cas de défaut d'autorisation, qui apparaît de droit, c'est tout spécialement l'exigence de publication des décisions d'autorisation et de versement soumis au respect des conditions prévues qui suppose un intérêt du public à la connaissance des conventions entre les dirigeants et la société. La diffusion sur internet de cette information telle que l'exigent les articles R.225-34-1 et R.225-60-1 du Code de commerce suppose qu'elle est accessible au-delà du seul cercle des actionnaires. Il s'agit en somme de faire du respect d'une procédure de droit commun dans les sociétés anonymes un élément d'information du public. Les modifications apportées à la procédure révèlent toutefois davantage et sont de nature à enrichir directement le droit des sociétés. La préoccupation était en effet substantielle et tendait à faire de l'information un instrument de prévention de certains abus. Les insuffisances constatées de cette « philosophie de la transparence » ont conduit le législateur à « *passer des simples conditions de forme, tenant règles de procédure et d'information, à l'affirmation d'une exigence de fond : désormais, l'engagement indemnitaire doit être subordonné à des conditions de performance, ce qui revient à intégrer la notion de mérite dans le dispositif* »⁴.

¹ L'article L.225-42-1, al. 3 Ccom. dispose que « L'autorisation donnée par le conseil d'administration en application de l'article L.225-38 est rendue publique selon les modalités et dans des délais fixés par décret en Conseil d'État », modalités aujourd'hui inscrites à l'article R.225-34-1, alinéa 1^{er}. Pour les sociétés à directoire et conseil de surveillance, art.L.225-90-1, al. 3 et R.225-60-1, al. 1^{er} Ccom.

² Article L.225-42-1, al. 5 et article L.225-90-1, al.5 respectivement précisés par les seconds alinéas des articles R.225-34-1 et R.225-60-1 Ccom.

³ Articles L.225-42-1, al. 2 et L.225-90-1, al. 2 Ccom.

⁴ A. VIANDIER, « Les engagements d'indemnisation des dirigeants sociaux après la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 », préc., n° 5. Un auteur analyse ainsi l'exigence du respect d'une condition de performance en « une

511. L'inclusion d'un critère de performance dans l'octroi des indemnités de départ révèle ainsi une intention du législateur qui dépasse de beaucoup l'information du marché. L'objectif est celui d'assurer la relation entre la qualité de la gestion et l'ampleur des rémunérations et avantages dues lors de la cessation des fonctions. Les indemnités de départ ne sauraient trouver d'autres fondements que dans l'appréciation objective de l'impact positif du dirigeant sur la bonne marche de la société¹. Si, dans un premier temps, l'adéquation des rémunérations aux performances n'était qu'implicite, en ce qu'elle reposait sur le postulat qu'il revenait au marché d'en assurer le contrôle, elle constituait déjà l'inspiration du dispositif. L'encadrement procédural qu'implique la qualification comme convention réglementée puis, l'inclusion d'un critère de performance dans la loi comme condition d'octroi de la rémunération met en lumière que l'information, en la matière, sert un contrôle ouvert du fonctionnement de la société. L'information du public n'est pas la finalité du dispositif. C'est essentiellement la qualité de la gestion et la mesure de la rémunération des dirigeants aux performances de la société qui est recherchée, l'information n'étant qu'un instrument de réalisation d'un tel objectif dont les insuffisances ont conduit le législateur à instituer des mécanismes de contrôle substantiels.
512. En somme, c'est la possibilité même d'un contrôle par le marché qui a incité le législateur à introduire des mécanismes d'information propres aux sociétés cotées, l'information du marché n'étant plus alors qu'un instrument au service d'une amélioration du droit des sociétés. La question, qu'il n'appartient pas à ce travail de trancher, consiste alors à déterminer dans quelle mesure la soumission des indemnités de départ à la procédure des conventions réglementées devrait faire l'objet d'une généralisation à l'ensemble des sociétés anonymes, avec le double avantage de l'effectivité d'un contrôle *a priori* sanctionné par une nullité impérative et de l'évitement des incertitudes de qualification sur ce que recouvre exactement la notion de « rémunération ».

atteinte à la liberté contractuelle en ce que l'on impose l'existence d'une contrepartie de la part du bénéficiaire de l'indemnité », B. DONDERO, « La rémunération des dirigeants sociaux », préc., n° 14, p. 118.

¹ À ce titre, comme on l'a justement observé, « l'exigence d'une performance constitue tout à la fois plus et moins que l'exigence d'une contrepartie. La société peut avoir atteint des résultats déterminés, et satisfaire à la condition de performance, sans pour autant que ces résultats puissent s'expliquer par les bons offices du dirigeant. Il aura toutefois droit à la rémunération convenue. Mais les résultats peuvent également ne pas avoir été atteints, alors que le dirigeant n'a pas démerité, et a fait tout ce qui était en son pouvoir pour hisser la société au seuil de performance demandé », B. DONDERO, « La rémunération des dirigeants sociaux », préc., n° 24, p. 121.

2. La réalisation progressive d'un équilibre entre hommes et femmes dans la composition des conseils par le biais de l'information¹

513. Le dernier élément d'information contenu dans le rapport joint a été ajouté par l'article premier de la loi n° 2011-103 du 27 janvier 2011 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle. L'introduction en droit positif de règles destinées à assurer une représentation minimale d'administrateurs de chaque sexe au sein des conseils des sociétés cotées révèle les multiples facteurs d'évolution du droit des sociétés par le biais des règles propres aux sociétés cotées². Ainsi qu'il a été vu, le président doit rendre compte dans le rapport joint « *de la composition du conseil et de l'application du principe de représentation équilibrée des femmes et des hommes en son sein* »³. Cette information ne constitue en réalité qu'une étape d'accompagnement de l'évolution des pratiques des sociétés anticipant l'entrée en vigueur d'une règle impérative relative à la composition des organes de direction.
514. La quête de représentativité des organes de direction a conduit à une modification de l'article premier de la Constitution lors de la révision constitutionnelle du 23 juillet 2008. Dans sa deuxième phrase, cette disposition énonce désormais que « *[l]a loi favorise l'égal accès des femmes et des hommes (...) aux responsabilités professionnelles et sociales* ». Cette modification avait été rendue nécessaire suite à la censure par une décision du Conseil constitutionnel 2006-533 DC, du 16 mars 2006, d'un dispositif de représentation minimale en considération du sexe antérieurement inscrit dans la loi relative à l'égalité salariale entre les hommes et les femmes en février 2006, en raison de sa contrariété au principe d'égalité devant la loi⁴. Suite à cet ajout à l'article premier de la Constitution, la loi du 11 février 2011 précitée a introduit un dispositif désormais conforme à la Constitution à l'article L.225-18-1 du Code de commerce instituant une représentation minimale de chaque sexe à hauteur de

¹ M. COZIAN, A. VIANDIER, F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 24^e éd., Litec 2011, n° 514, p. 289.

² Pour des illustrations du mouvement conduisant à assurer la représentativité des sexes au sein des conseils tirées du droit comparé, J. REDENIUS-HOEVERMANN et D. WEBER-REY, « La représentation des femmes dans les conseils d'administration et de surveillance en France et en Allemagne », *Rev. soc.* 2011, p. 103.

³ Sur le dispositif de sanctions prévues en cas de violation de l'obligation de représentativité, P. LE CANNU et B. DONDERO, « Les sanctions d'une représentation déséquilibrée des sexes au conseil d'administration (observations complémentaires sur la loi numéro 2011-103 du 27 janvier 2011, relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle) », *RTDF* n° 1/2 – 2011, p. 105.

⁴ Spéc. cons. 15 : « si la recherche d'un accès équilibré des femmes et des hommes aux responsabilités autres que les fonctions politiques électorales n'est pas contraire aux exigences constitutionnelles rappelées ci-dessus [articles 1^{er} et 6 de la déclaration des droits de l'homme et du citoyen et article 3 de la Constitution], elle ne saurait, sans les méconnaître, faire prévaloir la considération du sexe sur celle des capacités et de l'utilité commune ; que, dès lors, la Constitution ne permet pas que la composition des organes dirigeants ou consultatifs de personnes morales de droit public ou privé soit régie par des règles contraignantes fondées sur le sexe des personnes ».

40% dans les conseils d'administration et de surveillance¹. Ce dispositif est destiné à rentrer en application à compter du 1^{er} janvier 2017².

515. La mention de la partition dans la composition du conseil dans le rapport joint tend donc à un ajustement progressif des sociétés cotées sur les seuils fixés par la loi nouvelle mais devrait perdre son intérêt lorsqu'entrera en vigueur le nouveau dispositif auquel les sociétés seront alors impérativement tenues de se conformer. En effet, c'est l'exemplarité par la transparence qui est recherchée comme mécanisme d'ajustement des comportements par anticipation à l'entrée en vigueur de la nouvelle règle relative à la composition de l'organe de direction. C'est à ce titre que sont seules tenues à l'information dans le rapport joint les sociétés cotées, alors que le dispositif inscrit au futur article L.225-18-1 est plus étendu. Si son application n'est pas généralisée à toutes les sociétés anonymes, il s'imposera aux sociétés d'une certaine importance, ayant un nombre moyen de salariés au moins égal à cinq cents sur trois exercices consécutifs et un chiffre d'affaires et un total de bilan d'au moins cinquante millions d'euros.
516. En somme, le droit des sociétés cotées assure par l'information une adaptation progressive à un standard de représentativité des organes sociaux qui a vocation à trouver une application plus vaste en droit des sociétés. Le droit financier est alors un simple cadre de développement et d'enrichissement du droit des sociétés à raison de l'importance des sociétés cotées comme organisation et non plus comme émettrices de titres.

Les deux exemples évoqués mettent ainsi en lumière un enrichissement de l'information en droit de sociétés résultant de l'information que les sociétés cotées doivent diffuser au marché. Ce n'est ainsi plus en raison de leur qualité d'émetteur de titres mais du fait de leur ampleur et de leur influence sur la vie économique que les sociétés cotées sont alors envisagées comme une tête de pont des évolutions du droit des sociétés.

¹ « La proportion des administrateurs de chaque sexe ne peut être inférieure à 40 % dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé et, à l'issue de la plus prochaine assemblée générale ayant à statuer sur les nominations, dans les sociétés qui, pour le troisième exercice consécutif, emploient un nombre moyen d'au moins cinq cent salariés permanents et présentent un montant net de chiffre d'affaires ou un total de bilan d'au moins 50 millions d'euros. Dans ces mêmes sociétés, lorsque le conseil d'administration est composé au plus de huit membres, l'écart entre le nombre des administrateurs de chaque sexe ne peut être supérieur à deux (al.1^{er}). Toute nomination intervenue en violation du premier alinéa et n'ayant pas pour effet de remédier à l'irrégularité de la composition du conseil est nulle. Cette nullité n'entraîne pas celle des délibérations auxquelles a pris part l'administrateur irrégulièrement nommé (al.2) ».

² Sur les modalités d'entrée en vigueur de ce texte, H. LE NABASQUE, « Loi « Coppel-Zimmerman » n° 2011-103 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance (de certaines sociétés) et à l'égalité professionnelle – Une loi dont l'application différée doit être anticipée », *Rev. soc.* 2011, p. 454.

§2. L'information relative au fonctionnement de l'émetteur fondée sur le « droit souple »

517. L'étude de la sélection des contenus de l'information par les instances normatives révèle que les éléments nécessaires aux anticipations du public sont constitués, en diverses hypothèses, par des standards de comportement au contenu largement indéterminé. À ce titre, en ce qu'une telle information ne saurait faire l'objet d'une détermination précise quant à son contenu, les obligations imposées aux émetteurs ont un régime délicat à déterminer.
518. Ces obligations introduisent de nouveaux éléments d'information relatifs au fonctionnement de l'émetteur contribuant à la réalisation des prédictions du public. La société est alors envisagée d'un point de vue qui n'est plus strictement institutionnel et le recours au droit souple, ainsi qu'il est usuel de présenter les règles qui vont être examinées, a pour signification d'induire la nécessaire participation des émetteurs à l'élaboration des règles auxquelles ils doivent se conformer. Les obligations en cause portent sur une information de complément destinée à croître en importance au fil du temps.
519. Cette information « ancillaire » comporte deux volets. D'une part, l'émetteur doit rendre compte de ses pratiques de gouvernance selon la technique introduite par le mouvement de la *corporate governance*. L'information consiste en une référence à un code de source privée auquel les émetteurs déclarent se conformer ou en une explication des écarts existants entre les codes pertinents et leurs pratiques de gouvernance. D'autre part, une information relative à la fonction sociale des sociétés est désormais requise au titre de la responsabilité sociale et environnementale – ou sociétale des entreprises – dont le droit positif entreprend de construire le régime. L'objectif poursuivi consiste à étendre l'information des investisseurs à des considérations et paramètres non purement financiers ayant vocation à enrichir et à intégrer l'information financière elle-même¹. Comme le remarque un auteur, « [a]lors même que les informations sociales et environnementales, sociales et de gouvernance font l'objet d'une obligation de divulgation dans le rapport de gestion sous une forme qui n'est pas nécessairement chiffrée, il convient de souligner qu'elles doivent faire l'objet d'une transcription comptable. La nécessité d'une rencontre du chiffre et de données plus « qualitatives » est rendue évidente par les interrogations sur la valeur des titres. Les modes strictement monétaires d'appréciation des titres doivent nécessairement être complétés »². Que l'on y souscrive ou non, tel constitue bien le cadre idéologique qui préside au

¹ Soutenant l'intégration de l'information environnementale à l'information financière, F.-G. TRÉBULLE, « L'information environnementale : quelle place en droit des sociétés ? », *Dr. sociétés* juillet 2006, étude 14, n° 3 : « le constat qui doit être fait est que l'information environnementale est une information financière comme les autres dans la mesure où elle traduit de manière comptable une réalité incontournable de bien des entreprises ».

² F.-G. TRÉBULLE, « Développement durable et droit des sociétés », *Dr. sociétés* janv. 2010, étude 3, n° 8. Sur les conséquences pour les commissaires aux comptes, A. HINFRAY et B. HINFRAY, « La responsabilité sociale des entreprises », *Gaz. Pal.* 12 oct.2002, p. 1468-1469.

développement de l'information relative à la gouvernance d'entreprise et aux conséquences sociales et environnementales de l'activité des sociétés. Ce présupposé est aujourd'hui renforcé par l'affirmation faite par le régulateur lui-même selon laquelle « *les investisseurs intègrent de plus en plus l'extra-financier dans leurs choix d'investissement* »¹. Le rapprochement de ces deux ordres de considérations s'impose en outre du fait de l'appartenance souvent évoquée des règles relatives à la responsabilité sociale et environnementale des sociétés au domaine de la gouvernance² largement entendu. Une telle assimilation est opérée par les instances tant européennes³ que nationales⁴.

520. D'un point de vue plus étroitement juridique, cette information se profile encore aujourd'hui comme une information de complément, une sorte d'information annexe tant son poids semble difficile à évaluer dans le processus de décision des investisseurs face aux considérations financières. Telle est l'explication de politique juridique à l'appartenance de ces deux catégories d'information à un régime ordinairement présenté par référence au droit souple.

Il convient alors de préciser la signification du rattachement au droit souple des informations relatives au fonctionnement de l'émetteur (A) avant d'examiner successivement selon quels procédés se développent actuellement l'information relative à la gouvernance de l'émetteur, fondée sur le principe « se conformer ou expliquer » (B) et celle relative aux conséquences sociales et environnementales de son activité (C).

¹ Recommandation AMF n° 2010-13 du 2 décembre 2010, Rapport sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale, p.13, point 2.1. En ce sens, *Livre vert de la Commission des communautés européennes – Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises*, Bruxelles, 8 juillet 2001, COM(2001) 366, p.4, point 1.10 qui énonce, au titre des facteurs ayant conduit au développement de la responsabilité sociale des entreprises, « des critères sociaux, qui influent de plus en plus sur les décisions d'investissement des individus ou des institutions ». Ce sont également ces considérations qui justifient la disposition de l'article L.214-12 COMOFI faisant obligation aux SICAV et sociétés de gestion d'indiquer « dans leur rapport annuel les modalités de prise en compte dans leur politique d'investissement des critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux ou de qualité de gouvernance », v. à ce sujet, F.-G. TRÉBULLE, « Le risque, clef du développement durable des sociétés », *Dr. sociétés* n° 8, août 2010, étude 13, n° 16. Sur la réécriture de ce texte par la loi Grenelle II et ses répercussions en matière d'investissement socialement responsable, I. TCHOTOURIAN, « L'ISR imposé aux gérants de portefeuille : Big bang ou coup d'épée dans l'eau de la loi Grenelle II ? », *RDBF*, mai-juin 2011, étude 21. En effet, par définition, l'investissement socialement responsable suppose l'intégration des règles de gouvernance et de responsabilité sociale et environnementale en critères essentiels de stratégie d'investissement.

² C. MALECKI, « Les recommandations de l'AMF sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale », *JCP E* 2010, 2140, n° 2.

³ La directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 évoque conjointement dans son considérant 10 la nécessité pour les sociétés cotées ayant leur siège statutaire dans la Communauté de « publier une déclaration annuelle sur le gouvernement d'entreprise dans une section spécifique et clairement identifiable du rapport annuel » et celle d' « une analyse des aspects sociaux et environnementaux et sociaux nécessaires à la compréhension du développement, de la performance et de la situation de la société ».

⁴ Selon l'article 53 de la loi n° 2009-967 du 3 août 2009, dite Grenelle I, « la qualité des informations sur la manière dont les sociétés prennent en compte les conséquences sociales et environnementales de leur activité et l'accès à ces informations constituent des conditions essentielles de la bonne gouvernance des entreprises ».

A. La signification du recours au droit souple

521. La mise en œuvre de procédés non contraignants a une double portée. Elle traduit une volonté de permissivité à l'égard des destinataires des règles quant aux modalités de leur application. Elle révèle en outre la nécessaire progressivité de la construction de mécanismes de contrainte compte tenu de l'irréductibilité des objectifs de bonne gouvernance et de responsabilité sociale et environnementale des entreprises à des mécanismes de contrainte clairement établis *a priori*, en leur état actuel d'élaboration.
522. Il convient toutefois de s'entendre au préalable sur ce que recouvre la notion de droit souple. Un auteur a suggéré de distinguer trois facettes du droit souple en énonçant que « *[a]lors que le droit flou, fait notamment de notions floues, s'avère un droit sans précision, le droit doux est sans obligation, et le droit mou sans sanctions, juridiquement du moins* »¹. Les obligations d'information exigées au titre du gouvernement d'entreprise et de la responsabilité sociale et environnementale ne sauraient assurément être entendues comme relevant d'un droit doux, dénué de force obligatoire et reposant sur l'adhésion spontanée des débiteurs. Sa source légale y fait obstacle. On peut toutefois convenir qu'il s'agit d'un droit caractérisé à l'heure actuelle par le flou des notions sur lesquelles il repose. La prise en compte générale des conséquences sociales et environnementales et la révélation « *d'engagements sociétaux en faveur du développement durable* » souffrent d'une imprécision indiscutable comme objet d'obligation. Si le grief d'imprécision est moindre concernant le rapport sur le gouvernement d'entreprise, du fait de l'existence de codes de référence, la pluralité des mêmes codes en droit français² laisse une marge de manœuvre tout comme la possibilité ouverte aux sociétés de ne se référer à aucun, en vertu du principe « se conformer ou expliquer ». L'imprécision tient alors non tant à l'objet de l'obligation qu'à ses modalités d'exécution.
523. Enfin, s'agit-il d'un droit mou ? La réponse à cette question révèle toute la difficulté qu'implique la progressivité de l'action des instances normatives. Si, au plan théorique, rien ne s'oppose à l'application des règles de sanction tirées du droit commun de la responsabilité ou des manquements à la bonne information du public, il semble que le voie retenue consistant à ériger gouvernement d'entreprise et responsabilité sociale et environnementale en obligations d'information aient précisément pour objectif à ce stade de laisser les opérateurs libres d'en déterminer le contenu. Au-delà de l'hypothèse d'école d'un défaut complet d'exécution, c'est la possibilité pratique d'une sanction en relation au contenu de l'information qui prête à discussion. Du fait de la volonté de tous de voir dans ces informations l'expression d'un droit mou, ces informations semblent aujourd'hui

¹ C. THIBIERGE, « Le droit souple – Réflexions sur les textures du droit », *RTD civ.* 2003, p. 611.

² J.-B. POULLE, « Les codes de gouvernement d'entreprise au sein de l'Union européenne », *RTDF* n° 1/2 2009, p. 77, n° 20.

insusceptibles de faire l'objet d'un contrôle substantiel. Pour l'heure, c'est la recherche d'une détermination du contenu de ces informations qui préoccupent les instances normatives et non les conséquences qui en résultent en terme de responsabilité des sociétés. Ces nouvelles informations instituées sous forme d'obligations légales révèlent que l'enrichissement du dispositif de transparence suppose un durcissement progressif des règles¹, par le passage de l'instauration d'un standard de comportement à la détermination de règles précises susceptibles de sanction, pour l'heure inexistantes.

B. L'information relative à la gouvernance de l'émetteur : le principe se conformer ou (s')expliquer

524. L'organisation des travaux des instances dirigeantes tout comme la manière dont celle-ci s'attache à conduire la gestion de la société conformément aux aspirations des actionnaires est un élément d'information jugé indispensable au public. L'émetteur est alors appréhendé comme un élément d'information du fait de sa structure juridique particulière lorsqu'il s'agit d'une société. La révélation des pratiques suivies par l'émetteur dans sa mise en relation des différents organes sociaux est un indicateur des perspectives d'évolution de la gestion de la société et ainsi de valorisation du titre et des instruments dont il est le sous-jacent par le public².
525. L'information n'a toutefois pas vocation à instituer de nouvelles contraintes propres au fonctionnement des sociétés sous forme de règles d'ordre public. Elle n'est là que pour rendre compte de la manière dont les émetteurs aspirent à se conformer à un standard de bonne gouvernance. Le procédé juridique retenu pour permettre aux émetteurs d'exécuter l'obligation d'information attendue d'eux à ce titre le révèle. L'information exigée n'a pas de contenu impératif. Elle suppose simplement que la société laisse entrevoir ses pratiques de gouvernance et se justifie de la mesure dans laquelle elle s'écarte des codes de conduite non contraignants en la matière compte tenu de ses exigences particulières de fonctionnement. Cette méthode n'implique donc pas la communication d'éléments d'information au contenu fixé *a priori* mais a pour objet de rendre compte de la mise en relation d'une société à un

¹ V. MAGNIER, « Les manquements des sociétés cotées à la règle de conformité », *JCP E* 2010, 1234, n° 4: « Le passage du droit "souple" au droit "dur" restant complexe, la question d'une application correcte et sincère de la règle de conformité est cruciale pour permettre qu'elle ne reste lettre morte et contribue de manière originale à l'adoption de bonnes pratiques de gouvernance. Dans un droit teinté de légalisme, cette place n'existera que si un contrôle de la règle est effectué régulièrement et qu'à sa violation réponde une sanction adaptée ». Pour une analyse des codes de conduite en droit financier comme instrument de passage d'une « autorégulation adaptée » à une « régulation imposée », I. RIASSETTO et M. STORCK, « Les codes de bonne conduite en droit des marchés financiers – D'un code à l'autre », in *D'un code à l'autre - Mélanges WIEDERKHER*, Dalloz, 2009, p. 669-683.

² « *There is a fundamental hypothesis. The influence of the compliance of the share price is the underlying idea of the "comply or explain" principle* », A. COURET, « The "comply or explain" principle : From a simple financial markets regulation to a wide method of regulation », *RTDF* n° 4 – 2010, p. 8, n° 38.

objectif qu'elle doit s'efforcer de réaliser, celui de bonne gouvernance. Suivant les préconisations du rapport Winter¹, une obligation d'information relative à la gouvernance a été imposée aux sociétés cotées dans leur rapport annuel aux articles L.225-37, al.7 et L.225-68, al.8 du Code de commerce. Ces textes résultent de la loi n° 2008-649 du 3 juillet 2008 ayant transposé en droit français l'article premier 7) de la directive 2006/46/CE du 14 juin 2006². Ce faisant, il est imposé aux sociétés dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'établir un rapport d'information sur leur gouvernance qui sera diffusé au marché³. Cette exigence s'inspire au mouvement de la *corporate governance* tant dans son principe que dans son régime. Conformément à ce que prévoit l'article premier, 7) de la directive, l'article L.225-37, alinéa 7 et l'article L.225-68, al.8 du Code de commerce imposent aux sociétés, lorsqu'elles ne se réfèrent pas à un Code de gouvernement d'entreprise⁴ en partie ou en totalité, d'en expliquer les raisons. Rédigées dans les mêmes termes, ces deux dispositions énoncent que « *Lorsqu'une société se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise élaboré par les organisations représentatives des entreprises, le rapport prévu au présent article⁵ précise également les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été. Se trouve de surcroît précisé le lieu où ce code peut être consulté. Si une société ne se réfère pas à un tel code de gouvernement d'entreprise, ce rapport indique les règles retenues en complément des*

¹ *Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés – Rapport du groupe d'expert de haut niveau en droit des sociétés* présidé par J. WINTER, Bruxelles, 4 novembre 2002, p. 51 : « Les sociétés cotées de tous les États membres devraient être tenues de décrire brièvement dans leur rapport et dans leurs comptes annuels les principaux éléments des règles et pratiques de gouvernement d'entreprise qu'elles appliquent, que ces éléments soient imposés par la loi, par des dispositions par défaut, par leur statut, par des résolutions d'organes de la société, par des codes ou par d'autres règles adoptées par la société ».

² L'article premier, 7) de la directive 2006/46/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 modifiant les directives 78/660/CEE concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, 83/449/CEE concernant les comptes consolidés, 86/635/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, et 91/674/CEE concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurance insère un article 46 *bis* dans la directive 78/660/CEE.

³ Les articles L.225-37 et L.225-68 précisent en effet à leurs derniers alinéas que le rapport, approuvé respectivement par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance, est rendu public. L'article 222-9, al.1^{er} RG AMF précise que ce rapport doit être rendu public selon les modalités fixées à l'article 221-3, au plus tard le jour du dépôt au greffe du tribunal de commerce du rapport mentionné à l'article L.225-100 Ccom. Quant à ses modalités de publication, on rappellera que l'article 221-3, I du règlement général fait obligation aux émetteurs d'assurer la diffusion effective et intégrale de l'information réglementée et l'article 221-3, II leur impose de mettre en ligne sur leur site internet les informations réglementées dès leur diffusion.

⁴ Compte tenu des liens existants entre la gouvernance et droit des sociétés, l'adoption d'un code européen paraissait difficilement compatible avec les divergences existant au niveau des différents droits nationaux, ce qui avait conduit les auteurs du rapport à affirmer qu'« [u]ne harmonisation efficace des codes de gouvernement d'entreprise qui ne toucherait pas simultanément au droit des sociétés n'est guère réalisable », *Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés – Rapport du groupe d'expert de haut niveau en droit des sociétés* présidé par J. WINTER, Bruxelles, 4 novembre 2002, p. 85. C'est donc à des codes nationaux que la directive renvoie, la France constituant à cet égard une exception du fait qu'elle connaît une pluralité de codes de référence en la matière : B. FAGES, « Rôle, valeur et bon usage des codes de gouvernement d'entreprise », *Bull. Joly* 2009, p. 429-430 ; J.-B. POULLE, « Les codes de gouvernement d'entreprise au sein de l'Union européenne », *RTDF* n° 1/2 2009, p. 73, spéc., p. 76 et suiv., où l'auteur distingue, avant l'adoption de la directive 2006/46/CE, le modèle français du modèle allemand, fondé sur la référence à un code prévu par la loi, et du modèle anglais, le code de référence étant élaboré par une entreprise de marché.

⁵ L'article L.225-68 désigne « le rapport précité au septième alinéa du présent article ».

exigences requises par la loi et explique les raisons pour lesquelles la société a décidé de n'appliquer aucune disposition de ce code de gouvernement d'entreprise ». Est ainsi introduit en législation le principe phare de la gouvernance d'entreprise qu'est le principe « se conformer ou s'expliquer »¹.

526. Conformément aux préconisations du Rapport Winter en faveur du recours à l'information dans le domaine du gouvernement d'entreprise², il est apparu aux autorités communautaires que les avantages de la régulation par l'information consistaient précisément à permettre une adaptation constante des règles juridiques à la situation des agents économiques³. C'est, qu'en effet, au creux de cette faveur pour les obligations de publicité s'exprimait une volonté d'établir des mécanismes souples et moins contraignants⁴. Dès lors, il convient de ne pas définir de façon excessivement rigide les éléments d'information dus par les sociétés mais plutôt de favoriser l'adhésion spontanée des émetteurs à des comportements transparents en les laissant libres quant aux moyens d'y parvenir⁵. La bonne gouvernance n'est ainsi pas du « prêt-à-porter » mais doit au contraire pousser les émetteurs à mettre en œuvre des standards pour établir des pratiques sur mesure.

A ce titre, il convient d'évoquer dans quelle mesure le principe se conformer ou expliquer repose sur une obligation dont l'objet est variable (1), pour expliquer son originalité en raison de l'objectif recherché (2).

¹ *Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés – Rapport du groupe d'expert de haut niveau en droit des sociétés* présidé par J. WINTER, Bruxelles, 4 novembre 2002, p.90 : « La Commission devrait rapidement publier une recommandation à l'intention des États membres les invitant à intégrer à leur droit des sociétés ou à leurs codes nationaux de gouvernement d'entreprise des règles efficaces à cet effet dont la mise en œuvre s'effectuerait au minimum sur la base du principe « se conformer ou expliquer ». Pour une étude d'ensemble, J.-B. POULLE, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise – Le principe « se conformer ou expliquer » en droit boursier*, L'Harmattan, 2011.

² « Les obligations de publicité peuvent représenter un instrument réglementaire puissant en droit des sociétés. Elles contraignent en effet les sociétés à rendre davantage compte de leur gouvernement et de leurs affaires », *Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés – Rapport du groupe d'expert de haut niveau en droit des sociétés* présidé par J. WINTER, Bruxelles, 4 novembre 2002, p. 37 et, p. 38 : « Les obligations de publicité peuvent parfois constituer un instrument réglementaire plus efficace qu'une législation substantielle énonçant des dispositions plus ou moins détaillées ».

³ Sur cette idée, A. COURET, « The “comply or explain” principle : From a simple financial markets regulation to a wide method of regulation », *RTDF* n°4 – 2010, p. 4, n° 2: “The “comply or explain” principle is based on the concept that there is not a “one size fits all” approach to corporate governance. A single governance structure is not desirable; instead, a certain mix of models should be utilised”. Égal. V. MAGNIER, « La règle de conformité ou l'illustration d'une acculturation méthodologique complexe », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, dir. V. MAGNIER, préf. P. MARINI, L.G.D.J.-Lextenso, 2010, n° 3, p. 251 : « Loin des modes prescriptifs du droit, cette méthode offre, à n'en pas douter, une très grande souplesse dans la manière d'organiser et de gérer les sociétés cotées en visant à créer une adéquation optimale des pratiques de gouvernance à une société considérée ».

⁴ *Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés – Rapport du groupe d'expert de haut niveau en droit des sociétés* présidé par J. WINTER, Bruxelles, 4 novembre 2002, p. 40.

⁵ “Thus, an original model of regulation can emerge that expresses the dialectic relation between conformist transparency and peculiarity”, A. COURET, « The “comply or explain” principle : From a simple financial markets regulation to a wide method of regulation », *RTDF* n° 4 – 2010, p. 4, n°2

1. L'objet variable de l'obligation

527. Comme on l'a remarqué à propos de l'obligation inscrite aux articles L.225-37, alinéa 7 et L.225-68, alinéa 8, « *on conviendra que cette obligation a plusieurs objets* »¹. La pluralité d'objets² des obligations d'information constitue un procédé de sélection de l'information. En l'espèce, l'obligation d'information unique qui pèse sur l'émetteur se prête en effet à diverses modalités d'exécution.
528. Trois situations peuvent se présenter au sens des dispositions des article L.225-37, alinéa 7 et L.225-68, alinéa 8 du Code de commerce. Les deux premières mettent le débiteur face à une véritable alternative. L'émetteur peut tout d'abord opérer un pur renvoi à un code de gouvernement d'entreprise, une telle indication impliquant qu'il a choisi de s'y conformer en tous points. Il peut, en outre, écarter purement et simplement toute référence à un code quelconque en expliquant les choix de gouvernance de substitution qu'il a opérés.

Cette obligation de source légale se présente donc comme une obligation alternative au sens des dispositions du droit commun. En effet, au sens de l'article 1189 du Code civil, « *le débiteur d'une obligation alternative est libéré par la délivrance de l'un des deux choses qui étaient comprises dans l'obligation* ». L'article L.225-37 du Code de commerce ouvre au débiteur, c'est-à-dire à l'émetteur, le bénéfice d'une option qui lui permet de choisir son mode de libération³. Par l'option qu'elle confère, l'obligation alternative lui permet « *d'utiliser au mieux de ses intérêts le temps en adaptant l'objet de l'obligation aux circonstances du jour de son exécution* »⁴. Elle lui ouvre la possibilité de retenir le procédé d'exécution qu'il juge le plus approprié, que celle-ci soit réalisée par le renvoi à un code ou l'explication de sa mise à l'écart. L'obligation permettant au débiteur de se conformer ou d'expliquer se présente ainsi comme une obligation alternative en ce que son extinction repose sur l'exercice d'une option⁵. Or, qu'il s'agisse de l'application d'un code de gouvernement d'entreprise ou du refus d'application d'un code, les deux objets de l'obligation sont, du fait de sa source légale, également prévus par la même règle. L'explication liée au refus de se conformer à un code de gouvernement d'entreprise est ainsi plus qu'un procédé d'extinction de l'obligation admis de manière incidente. Elle constitue en elle-même l'une des manières d'informer le public. La formulation de la disposition invite à une telle analyse. La référence à un code de

¹ V. MAGNIER, « Le principe « se conformer ou s'expliquer », une consécration en trompe l'œil ? », *JCP E* 2008, act. 280.

² Dans le cadre du régime de l'obligation, on parle ainsi d'obligations à objet complexe, J. FLOUR, J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *Les obligations – 3. Le rapports d'obligations*, 7^e éd., Sirey 2011, n° 302, p. 285.

³ L'article 1190 du Code civil vient préciser que le choix appartient au débiteur, s'il n'a pas été expressément accordé au créancier. Le bénéfice d'une option au débiteur constitue donc une règle de principe, non une nécessité. En l'occurrence, l'option ne saurait évidemment bénéficier qu'au débiteur, compte tenu de l'absence de créancier déterminé en relation à une telle obligation légale.

⁴ M.-J. GEBLER, « Les obligations alternatives », *RTD civ.* 1969, p. 3.

⁵ L. BINEAU, « Les obligations alternatives en droit privé », *LPA* 6 juin 2002, p. 9 : « La manifestation d'un droit d'option est alors liée à l'extinction d'une dette ».

gouvernement d'entreprise est introduite par « *lorsque* », ce qui indique qu'il ne s'agit que d'une hypothèse. Le rapport entre conformité à un code de gouvernement d'entreprise et explication n'est pas une relation d'un principe à une exception mais une relation d'équivalence substantielle¹ posée par le législateur.

C'est bien la présentation d'un mode de bonne gouvernance auquel l'émetteur est censé se conformer qui constitue l'information exigée et attendue du public. L'explication due par l'émetteur en cas de non-conformité à un code ne l'est pas simplement en raison de l'anomalie supposée qu'une telle situation représenterait. Le principe mis en œuvre tend justement à mettre à égalité deux procédés d'information sur la gouvernance comme une pure alternative de nature à favoriser la liberté d'organisation du débiteur.

529. Cela n'exclut pas qu'existe, dans l'esprit du législateur, une hiérarchie entre les deux procédés. En effet, l'explication accompagnant l'indication des règles retenues par la société en dehors de toute référence à un code porte sur « *les raisons pour lesquelles la société a décidé de n'appliquer aucune disposition de ce code de gouvernement d'entreprise* ». C'est ainsi en raison du refus d'exécuter l'obligation en se conformant à un code qu'est définie la possibilité de se libérer en expliquant son comportement. Il apparaît ainsi que, de manière essentielle, l'explication de son attitude par l'émetteur est dans un lien étroit de dépendance avec le refus de se référer à un code. Il n'en reste pas moins que les deux procédés emportent la libération du débiteur en ce qu'ils satisfont à égalité l'exigence d'information relative aux choix de gouvernance de l'émetteur.
530. Le dispositif issu du principe se conformer ou expliquer au sujet de la référence à un Code de gouvernement d'entreprise présente toutefois une particularité qui ne permet pas de le réduire à une pure alternative. En effet, selon une troisième modalité d'exécution également prévue par le texte lui-même, « *lorsqu'une société se réfère volontairement à un code de gouvernement d'entreprise (...), le rapport (...) précise également les dispositions qui ont été écartées et les raisons pour lesquelles elles l'ont été* ». L'émetteur peut ainsi adopter un code de référence et en écarter certaines dispositions en expliquant les raisons pour lesquelles elles l'ont été. Dans cette dernière hypothèse, la conformation à un code de référence s'accompagne de l'explication du respect seulement partiel de son contenu. L'obligation impose de se conformer et d'expliquer². Les articles L.225-37 et L.225-68 du Code de commerce autorisent l'émetteur à respecter de manière seulement partielle le code de gouvernement d'entreprise pris pour référence. La référence à un code est donc affaire de degrés et d'opportunité. L'explication intervient en cas de défaut, même partiel, de conformité

¹ Comp. dans un contrat, M.-J. GEBLER, « Les obligations alternatives », *RTD civ.* 1969, p. 2 : « une obligation alternative ne peut naître que si les parties acceptent de considérer comme équivalentes deux prestations différentes ».

² L'article 1191, *in fine*, du Code civil précise en effet qu'en relation aux deux choses promises, le débiteur « ne peut forcer le créancier à recevoir une partie de l'une et une partie de l'autre ».

de la conduite de l'émetteur à un code de référence. Le choix d'une prestation n'est ainsi pas exclusif de l'autre. Au sein de l'alternative ouverte par le principe se conformer ou expliquer, l'exécution de l'obligation par l'une ou l'autre prestation se prête à une combinaison, une déclaration de conformité partielle devant nécessairement être associée à une explication de la non-conformité à certaines dispositions spécifiques du code de gouvernement d'entreprise pris pour référence. D'alternative, l'obligation devient alors conjonctive. La souplesse recherchée conduit donc à permettre au débiteur de l'obligation à s'exécuter en combinant les deux prestations alternatives offertes par les articles L.225-37 et L.225-68 du Code de commerce.

L'originalité de l'obligation qui pèse sur les émetteurs au titre du respect de la règle se conformer ou expliquer invite à l'étudier sous l'angle de l'exigence à laquelle elle répond.

2. La mise en relation du procédé avec son objectif : vers une obligation de se conformer et d'expliquer

531. L'analyse qui vient d'être faite laisse apparaître une certaine originalité¹ de cette obligation d'information dans ses modes d'exécution, qui tient sans doute à l'objectif que l'on lui prête. S'agissant d'un standard, la bonne gouvernance ne se réduit à une somme de critères et de comportements abstraits et fixes. La nécessaire adéquation de l'exigence de transparence au contexte dans lequel la société évolue conduit le législateur à estimer que la transparence comme instrument d'amélioration de la gouvernance ne suppose pas le respect d'exigences précises et uniformes de gouvernance. Il n'est pas ici question d'introduire un nouveau concept au sein de la théorie générale des obligations, dont l'objet serait d'enrichir la typologie des obligations plures par leur objet. On peut toutefois relater le teneur de l'obligation d'informer fondée sur le principe se conformer ou expliquer par l'expression d'« obligation objectif », quoiqu'elle apparaisse comme originale et peu rigoureuse. Il faut entendre par là que la bonne exécution de l'obligation n'est pas inscrite dans les codes de référence mais dans la recherche de conformation de la vie des sociétés à un objectif plus général de bonne gouvernance.

Cela conduit à analyser l'obligation particulière imposée aux articles L.225-37, al.7 et L.225-68, al.8 à partir de la nature juridique des codes de références adoptés (a), mise en relation avec l'obligation légale qui les prend pour relais (b), pour conclure à l'insuffisance de la simple référence à un code aux fins de l'information du public (c).

¹ Un auteur évoque ainsi une « obligation d'information de type nouveau », V. MAGNIER, « La règle de conformité ou l'illustration d'une acculturation méthodologique complexe », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, dir. V. MAGNIER, préf. P. MARINI, L.G.D.J.-Lextenso, 2010, n° 5 et s., p. 251.

a. La valeur supplétive de la référence au code de gouvernement d'entreprise

532. En premier lieu, au plan des sources, le renvoi opéré par la loi à des codes de référence en matière de gouvernement d'entreprise suppose de s'interroger sur leur juridicité¹. L'existence de codes dans le domaine du gouvernement d'entreprise constitue une expression en droit financier d'un mouvement amorcé et observé de longue date tenant à leur fonction et à leur caractère privé². Ils répondent à un besoin d'éthique dans la vie des affaires³ de la part des sociétés cotées qui suppose comme telle la participation des organisations représentatives des entreprises aux règles de conduite auxquelles les sociétés doivent se soumettre.
533. Éditées par des organisations dépourvues de pouvoirs normatifs, les règles de conduite contenues dans les codes ne sont en elles-mêmes soumises à aucune contrainte, argument conduisant à les rattacher au droit souple⁴. Ils sont toutefois pris comme référentiel par une disposition légale, ce qui leur confère le caractère d'une « *forme hybride de régulation* »⁵. Si les codes privés ont pu en général être qualifiés par un auteur d' « *autorités de fait* »⁶ au sein du système juridique de l'Etat, l'autorité des codes de gouvernement ne saurait en effet relever du pur fait. Elle résulte en la matière d'une disposition législative qui les érige en référentiel de conformité pour les sociétés cotées qui, bien que supplétif, suffit en soi à fournir au public une information sur le mode de gouvernance retenu. Comme toute question relative à la théorie des sources, l'analyse est délicate et jamais exempte de quelque parti pris. Sans

¹ Y. PACLOT, « La juridicité du code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *Rev. soc.* 2011, p. 395.

² V. l'article de référence de G. FARJAT, « Réflexions sur les codes de conduite privés », in G. FARJAT, « Réflexions sur les codes de conduite privés », in *Le droit des relations économiques internationales – Études offertes à Berthold GOLDMAN*, Litec, 1982, p. 49 : « Les codes privés ne sont qu'une manifestation des phénomènes de normalisation non étatique qui ne sont sans doute pas nouveaux, mais qui ont longtemps été « occultés » par la doctrine dominante parce qu'ils sont contraires au droit positif des sources et plus encore à l'idéologie officielle ».

³ Pour une réflexion d'ensemble, B. OPPETIT, « Éthique et vie des affaires », in *Mélanges offerts à André COLOMER*, Litec, 1993, p. 319-333.

⁴ P. DEUMIER, « Les sources de l'éthique des affaires – Codes de bonne conduite, chartes et autres règles éthiques », in *Mélanges en l'honneur de Philippe LE TOURNEAU*, Dalloz 2008, p. 338 : « ces sources, et par leur ambition – éthique –, leur origine – professionnelle – et leur source – volontaire – sollicitent moins les formes traditionnelles que les nouveaux outils attachés au droit souple ». Égal. F. OSMAN, « Avis, directives, codes de bonne conduite, recommandations, déontologie, éthique, etc. : réflexion sur la dégradation des sources privées du droit », *RTD civ.* 1995, p. 509.

⁵ I. RIASSETTO et M. STORCK, « Les codes de bonne conduite en droit des marchés financiers... », préc., p. 671 : « En droit des marchés financiers, les codes de bonne conduite sont une forme hybride de régulation : œuvre d'autorégulation émanant d'organisations encadrant les professionnels de la finance, les codes de bonne conduite ont vocation à être consolidés par les autorités réglementaires et législatives ». Dans la matière qui nous occupe, il ne s'agit pas tant d'une consolidation que d'un renvoi au code professionnel opéré par une source formelle de façon à poursuivre la réalisation d'un standard.

⁶ G. FARJAT, « Réflexions sur les codes de conduite privés », in G. FARJAT, « Réflexions sur les codes de conduite privés », in *Le droit des relations économiques internationales – Études offertes à Berthold GOLDMAN*, Litec, 1982, p. 61.

prétendre déterminer la nature juridique du code lui-même, il apparaît que celui-ci constitue un relais nécessaire à l'application de la disposition législative, que ce soit pour en faire application, ou pour s'en écarter. En ce que c'est à partir du code de gouvernement de gouvernement d'entreprise que l'information destinée au public est élaborée, alors même qu'il s'agit d'expliquer les raisons pour lesquelles son application a été rejetée, celui-ci a davantage qu'une simple valeur « *recommandatoire* »¹. Il constitue un référentiel supplétif pour les sociétés cotées leur permettant d'exécuter l'obligation d'information à laquelle elles sont tenues. On peut alors voir le renvoi opéré par le législateur aux codes de gouvernement d'entreprise une sorte de délégation de pouvoir normatif à des acteurs privés en vue de l'adaptation du contenu du standard aux besoins et possibilités des destinataires de la norme².

C'est précisément l'indétermination, la mutabilité et même la relativité du standard de bonne gouvernance à la situation particulière de l'émetteur qui permet de justifier le choix du procédé retenu. Comme on l'a souligné, « *[c]e sont, en réalité, les « standards » qui peuvent permettre la juridicisation des dispositions des codes de conduite* »³. C'est parce que les codes sont perçus comme des standards de bonne gouvernance qu'est intervenue leur juridicisation mais par le biais d'une obligation légale.

b. La valeur impérative de l'obligation légale

534. Il ne faut en effet pas confondre la nature juridique du code lui-même, composé de règles de référence dépourvues de valeur normative, avec l'obligation légale qui l'intègre comme référentiel supplétif dont la mise à l'écart conduit à en expliquer les raisons. C'est d'une telle confusion que procède en effet l'analyse courante selon laquelle le principe se conformer ou expliquer constituerait l'introduction en droit positif d'un droit mou car non assorti de sanction.

¹ Un auteur évoque en effet la « valeur normative faible, simplement recommandatoire » du Code élaboré par l'AFEP et le MEDEF : Y. PACLOT, « La juridicité du code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *Rev. soc.* 2011, p. 395, n° 11.

² Bien que la qualification de la méthode employée comme réglementation douce ne soit pas pleinement satisfaisante, du fait qu'il s'agit là encore d'une traduction de *soft law*, à l'instar de la référence au droit souple, un auteur a proposé une analyse éclairante à partir de cette idée : « Douce parce que ce n'est pas le législateur qui édicte la norme, mais les sociétés qui, sur la base d'un code de référence élaboré en partant de la pratique, définissent elles-mêmes les règles de gouvernance qu'elles souhaitent adopter. Réglementation néanmoins, car c'est dans le paysage juridique, et non pas simplement économique, sociologique ou médiatique, que s'inscrivent dorénavant les codes de gouvernement d'entreprise. Depuis la transposition de la directive, ces codes font partie intégrante de l'environnement normatif des sociétés cotées. Ils s'intercalent entre les règles impératives du Code de commerce (la réglementation dure) et les comportements purement spontanés qui relèvent de la pratique ». B. FAGES, « Rôle, valeur et bon usage des codes de gouvernement d'entreprise », *Bull. Joly* 2009, p. 430.

³ G. FARJAT, « Réflexions sur les codes de conduite privés », in G. FARJAT, « Réflexions sur les codes de conduite privés », in *Le droit des relations économiques internationales – Études offertes à Berthold GOLDMAN*, Litec, 1982, p. 62.

535. S'agit-il réellement de « droit souple » ? En vérité, il semble bien que si le respect d'un code de gouvernement d'entreprise dépourvu de valeur normative en cela qu'il n'émane d'aucune autorité investie d'un pouvoir d'élaborer des règles contraignantes ne saurait, en soi, faire l'objet d'aucune sanction, la disposition législative imposant aux émetteurs de justifier de leurs pratiques en matière de gouvernance n'est pas du droit souple mais une véritable obligation légale. Dès lors, la référence au droit souple ne traduit pas autre chose que la volonté de tous de le voir à l'œuvre de façon à préserver l'autonomie des émetteurs dans la détermination des contraintes qui pèsent sur eux en matière de gouvernance.
536. Cela revient toutefois à confondre deux choses. Si les modalités d'exécution de l'obligation de rendre compte des pratiques de gouvernance sont conçues en fonction d'un standard qui suppose la reconnaissance d'une liberté aux émetteurs, l'obligation elle-même consistant à communiquer au marché les règles de gouvernance n'est pas nécessairement soustraite à toute possibilité de sanction à l'occasion de son inexécution totale ou partielle. En effet, s'il faut affirmer que ce n'est pas le respect du contenu des codes qui a en soi valeur contraignante, et ne saurait ainsi faire l'objet d'aucune sanction¹, car tel est l'objectif même auquel tend l'ouverture d'une alternative pour les sociétés débitrices, en revanche, on ne voit pas ce qui justifierait au plan théorique que le refus d'application d'un code non assorti d'explications suffisantes ne soit pas sanctionné. Un auteur a ainsi entrepris de présenter les manquements à la règle de conformité que constituent d'une part, l'omission pure et simple de la déclaration de conformité dans le rapport joint, l'absence d'explication en cas de d'inapplication totale ou partielle d'un code et, enfin, selon un contrôle plus poussé, les explications insuffisantes et les déclarations insincères². Cette typologie conduit à admettre la possibilité de sanctions fondées tant sur le droit de la responsabilité civile, s'agissant plus particulièrement du préjudice allégué par un actionnaire que sur le manquement de diffusion ou de communication d'informations fausses ou trompeuses³. Si, à l'heure actuelle, de telles possibilités contentieuses n'ont pas été éprouvées dans le cadre d'actions en responsabilité, il faut convenir que c'est uniquement pour des raisons de mise en œuvre tenant à la preuve du lien causalité entre la faute et le préjudice. Rien ne s'oppose en revanche, au plan tant théorique que pratique, à l'extension de procédures de sanctions d'émetteurs sur le fondement d'un manquement administratif, objectivement apprécié. Des difficultés de mise en œuvre restent toutefois à attendre tant que la référence au code de gouvernement d'entreprise se suffira à elle-même, sans possibilité d'évaluer la conformité d'un tel choix à la situation particulière de la société en cause.

¹ Si le caractère contraignant n'induit pas nécessairement la présence d'une sanction, la possibilité de la sanction suppose, elle, le caractère contraignant de la règle méconnue.

² V. MAGNIER, « Les manquements des sociétés cotées à la règle de conformité », *JCP E* 2010, 1234, n° 17-18.

³ V. MAGNIER, « Les manquements des sociétés cotées à la règle de conformité », *JCP E* 2010, 1234, n° 20-22. Égal. en ce sens, J.-B. POULLE, « Les codes de gouvernement d'entreprise au sein de l'Union européenne », préc., n° 8, p. 74-75.

c. L'insuffisance de la simple référence à un code de gouvernement d'entreprise

537. L'alternative ou la combinaison ouverte par l'obligation de se référer à un code de conduite ou de s'en écarter, même partiellement, suppose d'analyser la référence à un code comme une information qui se suffit à elle-même. Cela est-il conforme à l'objectif recherché ? Il ne le semble pas. Plus que le référentiel choisi, ce sont les raisons du choix d'un tel référentiel qui sont de nature à éclairer le public sur les procédés de gouvernance retenus par la société. En effet, à l'heure actuelle, ce n'est pas tant leur respect qui est attendu que la justification du comportement de l'émetteur qui résulte de la simple référence faite aux codes. Le code de gouvernance vaut autojustification, sans constituer le seul procédé de réalisation de l'objectif recherché. En ce qu'il fixe des canons reconnus en pratique de bonne gouvernance à un moment donné, il vaut explication en lui-même des choix d'organisation de l'émetteur coté. Son respect n'est que la formalisation de la satisfaction d'une exigence qui peut-être remplie par un autre procédé résidant dans l'explication des écarts entre la pratique de l'émetteur et les codes de référence.
538. En ce que l'adoption et le respect d'un Code vaut explication du comportement de l'émetteur et que les éventuelles explications ne sont destinées qu'à justifier la méconnaissance de certaines règles de gouvernance inscrites dans les Codes généralement adoptés en pratique, la réalité est que l'on ne se situe pas devant une obligation alternative mais plutôt devant une obligation qui devrait impliquer tant la conformation à un standard de référence que la justification des modalités d'une telle conformation. Pour éviter que l'adoption d'un référentiel ne devienne qu'une pure formalité d'organisation dénuée de toute recherche d'amélioration de la gouvernance, le choix du code lui-même devrait être justifié, afin d'établir l'adéquation de ses prescriptions à la situation particulière de la société. C'est, autrement reconnaître aux codes une autorité comme modèle de gouvernance qui ne saurait résulter de leur caractère purement supplétif.
539. L'alternative entre se conformer et expliquer est illusoire dans une logique de révélation des pratiques de gouvernance au marché. Se conformer à un code de gouvernement d'entreprise vaut explication de la réalisation d'un objectif de bonne gouvernance, objectif pareillement de nature à justifier la possibilité ouverte à un émetteur de s'écarter d'un tel code dès lors qu'il en explique les raisons. L'objectif est commun à deux procédés en interaction réciproque. Dans leur indétermination même, les modalités d'exécution de l'obligation sont ainsi tout entières inscrites dans la réalisation d'un objectif plus général. Davantage qu'un principe se conformer ou expliquer, la teneur du dispositif examiné gagnerait en réalité à être comprise comme imposant une obligation de « se conformer *et* d'expliquer »... Ainsi, plus que l'analyse de ses modalités d'exécution à partir des qualifications traditionnelles que reçoivent

les obligations à objet plural, c'est l'étude de la mise en relation du procédé avec son objectif qui en permet l'analyse ainsi que l'appréciation comme mécanisme de discipline des comportements.

Cette latitude laissée aux débiteurs de l'information compte tenu de la moindre valeur prêtée à son objet dans la détermination des décisions d'investissement se retrouve également au sujet d'autres éléments d'information attendus des émetteurs. C'est alors l'extension de tels procédés d'information à d'autres domaines qui est posée, tout spécialement en relation aux informations relatives à la responsabilité sociale et environnementale des entreprises¹ qu'il convient d'évoquer à présent.

C. L'information relative aux conséquences sociales et environnementales de l'activité de l'émetteur

540. Ainsi que l'on en a formulé l'hypothèse en ouverture de ce chapitre, l'information pertinente due par les émetteurs au titre de la recherche de transparence est une construction et, plus généralement, l'information du public imposée par la règle de droit résulte d'un effort de sélection par les instances normatives. La détermination du contenu du dispositif suppose un effort d'adaptation aux attentes du public en même temps que des choix de politique juridique dans la prise en compte des facteurs qui doivent intégrer les décisions d'investissement.
541. L'expression du caractère nécessairement évolutif de la discipline de l'information financière et de la progressivité de la construction par le droit d'une « rationalité de marché » est donnée par le développement récent de la responsabilité sociale et environnementale des entreprises au titre des informations exigées des émetteurs.
542. L'importance de telles données extra-financières n'était formulée qu'à titre d'hypothèse jusqu'à récemment. On en donnera deux illustrations concernant la notation extra-financière. On trouve tout d'abord une expression particulière des incertitudes relatives à la portée de l'information sociale et environnementale dans le domaine de la notation dans un rapport de l'AMF sur les agences de notation : « *L'AMF reste toutefois attentive à l'évolution de ces activités et n'exclut pas de mener une analyse de l'activité de notation d'OPCVM et de notation extra-financière, en particulier du fait du lien, évoqué par certains mais qui reste à valider, entre notation extra-financière et performance financière du titre* »². L'encadrement juridique des activités de notation extra-financière suppose l'établissement de la portée

¹ Envisageant en particulier l'extension du principe se conformer ou expliquer comme méthode de régulation à de nouveaux domaines, un auteur évoque précisément la responsabilité sociale des entreprises, A. COURET, « The "comply or explain" principle : From a simple financial markets regulation to a wide method of regulation », *RTDF* n° 4 – 2010, p. 10, n° 54-56.

² *Rapport 2005 sur les agences de notation* du 31 janvier 2006, p. 3.

certaines des données extra-financières sur la détermination de la valeur du titre par le public. On rencontre également énoncée de manière prospective la prise d'importance supposée de la notation fondée sur des critères extra-financiers dans une résolution du Parlement européen affirmant que « *les agences sont de plus en plus nombreuses à délivrer des notes fondées sur des critères autres que financiers, comme les critères éthiques, sociaux ou environnementaux, et que ces notations influenceront sans doute de plus en plus sur les décisions de placement des particuliers et des investisseurs professionnels* »¹.

543. L'incertitude relative à l'intervention de mécanismes contraignants d'information en matière éthique, sociale et environnementale tient ainsi à une évaluation par les instances normatives de l'importance à conférer à de telles données par le public, comme de la nécessité d'en imposer la prise en compte par les investisseurs au stade de la décision d'investissement. C'est un modèle d'investisseur rationnel qui se construit, en fonction des paramètres de décision que l'ordre juridique attend qu'il intègre au stade de la réalisation de son investissement.
544. Cette incertitude relative à la place à donner à l'information sociale et environnementale tout comme la volonté politique d'en assurer le développement résulte de l'évocation des obligations qui pèsent sur les émetteurs en la matière. À l'heure actuelle, parler de responsabilité sociale et environnementale des entreprises sous l'angle du droit financier procède d'un abus de langage. Il n'existe pas à proprement parler de responsabilité au sens juridique en relation à la prise en compte des conséquences sociales et environnementales de l'activité des sociétés cotées, hors les dispositifs propres à la responsabilité écologique². Il s'agit davantage d'une expression à valeur d'objectif que doivent poursuivre les entreprises de manière spontanée. La commission européenne retenait en effet il y a une dizaine d'années que le concept de « *responsabilité sociale des entreprises* » signifiait que les entreprises « *décident de leur propre initiative de contribuer à améliorer la société et à rendre plus propre l'environnement* »³. Le recours au terme responsabilité n'induit précisément aucune détermination des conséquences juridiques, indemnitaires ou en nature, d'un comportement à l'égard des tiers mais part de l'existence d'implications sociales de l'activité de la société

¹ Résolution du Parlement européen sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit 2003/2081 (INI) du 10 février 2004, point K.

² M.-P. BLIN-FRANCHOMME, « De la responsabilité écologique », *RLDA*, févr. 2008, n° 24 ; B. ROLLAND, « Responsabilité environnementale : qui va payer ? », *Bull. Joly* avril 2008, p. 356 ; v. sur la prise en charge d'une dette de dépollution au sein des groupes de sociétés résultant de la loi Grenelle II, F. BARRIERE, « Le Grenelle II ou l'art législatif à l'envers ? À propos de certaines dispositions de droit des sociétés », *JCP E* 2010, 1752, n° 2-4.

³ *Livre vert de la Commission des Communautés Européennes – Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises*, Bruxelles, le 18 juillet 2001, COM(2001) 366 final, point 1.8, p. 4. Plus récemment, Résolution du Parlement européen n°2007/0062 du 13 mars 2007 relative à la responsabilité sociale des entreprises : un nouveau partenariat (2006/2133(INI)), souscrivant à la définition de la Commission « selon laquelle il faut entendre par RSE l'intégration volontaire des considérations environnementales et sociales dans les activités des entreprises, en dehors des prescriptions légales et des obligations contractuelles », point 4.

pour induire de sa part une certaine discipline de comportement, sur une base volontaire¹. Il n'existe précisément qu'une obligation de communication² de différents éléments d'information dans le rapport annuel dont la liste est fixée par décret aux articles R.225-104 et R.225-105 du Code de commerce. Ces dispositions précisent le contenu des informations requises par l'article L.225-102-1, alinéa 5 du Code de commerce qui dispose désormais, depuis la dernière modification résultant de l'article 9 de la loi n° 2011-672 du 16 juin 2011 relative à l'immigration, à l'intégration et à la nationalité que le rapport annuel « *comprend également des informations sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité ainsi que sur ses engagements sociétaux en faveur du développement durable et en faveur de la lutte contre les discriminations et de la promotion des diversités* ».

545. Si le principe d'une telle information a été posé par la loi sur les nouvelles régulations économiques n° 2001-420 du 15 mai 2001, son contenu, son champ comme ses modalités d'application ont été élargis à la faveur des réformes successives dont cette disposition a fait l'objet depuis une décennie. Initialement limitée « *à la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité* », l'information a été étendue par la loi dite Grenelle II n° 2010-788 du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement aux « *engagements sociétaux en faveur du développement durable* » avant que la loi du 16 juin 2011 précitée ne vienne ajouter les informations relatives aux engagements « *en faveur de la lutte contre les discriminations et de la promotion des diversités* ». En outre, le champ d'application même de l'information sociale et environnementale a été étendu. Celle-ci était limitée aux seules sociétés dont les titres étaient admis aux négociations sur un marché réglementé jusqu'à ce que la loi « Grenelle II » ne vienne l'étendre « *aux sociétés dont le total du bilan ou le chiffre d'affaires et le nombre de salariés excèdent des seuils fixés par décret en Conseil d'Etat* ». Enfin, ce sont les modalités mêmes d'application du texte qui ont connu des évolutions notables, à des intervalles de plus en plus courts. La loi n° 2010-788 du 12 juillet 2010 a enrichi le dispositif en imposant que les informations sociales et environnementales fassent l'objet d'une vérification par un organisme tiers indépendant, donnant lieu à un avis attestant de la présence de toutes les informations légales ou réglementaires et transmis à l'assemblée des actionnaires ou associés

¹ V. MERCIER, « Responsabilité sociétale des entreprises et droit des sociétés : entre contrainte et démarche volontaire », *Dr. sociétés*, avril 2011, étude 6, n° 20, observant que la contrainte légale est relativement limitée en ce qu'« elle ne conduit pas à imposer aux entreprises d'intégrer une démarche RSE et n'oblige aucunement les sociétés à adopter des comportements éthiques en matière sociale, environnementale ou de gouvernance. Elle n'impose en réalité qu'une obligation de transmission de certaines informations et la seule contrainte relève de la collecte de ces informations et de leur insertion dans le rapport de gestion. Les entreprises n'ont donc qu'une obligation de dire et non pas une obligation de faire ».

² F.-G. TRÉBULLE, « Développement durable et droit des sociétés », *Dr. sociétés* janv. 2010, étude 3, n° 3 : « S'il ne s'agit que de dire ce qui est fait, la logique de la divulgation est bien présente ».

en même temps que le rapport du conseil d'administration ou du directoire¹. Cette même loi avait ouvert la possibilité aux institutions représentatives du personnel et parties prenantes participant aux dialogues avec les entreprises de présenter un avis sur les démarches de responsabilité sociale et environnementale, en complément des indicateurs figurant dans le rapport². Cette innovation fut rapidement supprimée par la loi n° 2010-1249 de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 pour des raisons qui révèlent encore un souci de modérer les risques supportés par les sociétés du fait de ce nouveau type d'informations. Outre le flou des notions de parties prenantes et de responsabilité sociétale, un rapport rendu devant la commission des finances du Sénat³ mettait en lumière le risque de réputation associé aux appréciations des parties prenantes dans le rapport annuel, de nature à le transformer en « *une sorte de « cahier de doléances » public, ce qui n'est pas son objet* »⁴.

546. Un tel mouvement de recul est révélateur d'un souci de modérer l'importance des évaluations réalisées par des tiers du comportement social et environnemental des entreprises, ce qui induit nécessairement des confusions dans la détermination d'une éventuelle sanction attachée à l'information sociale et environnementale. En effet, ainsi qu'il en est au sujet de l'information relative au choix du modèle de gouvernance fondé sur le principe se conformer ou expliquer, la question de la soumission des sociétés tenues de diffuser une information sociale et environnementale à des sanctions est posée compte tenu de l'imprécision fondamentale du contenu de l'obligation dans sa formulation législative. Il s'agit certainement d'une obligation dure, du fait de son inclusion de la source formelle de la loi⁵. En outre, on ne saurait pareillement y voir une obligation au contenu « flou », du fait de la précision aujourd'hui donnée à l'obligation légale par les dispositions réglementaires codifiées aux articles R.225-104 et R.225-105 du Code de commerce⁶. Le refus du législateur d'imposer des obligations de comportement au-delà de la seule divulgation d'informations au public ne saurait supprimer son caractère contraignant à l'information sociale et environnementale. Dès lors, en quoi l'absence de prévision expresse d'une sanction dans le texte lui-même devrait-

¹ V. MERCIER, « La loi Grenelle II étend le champ d'application de l'obligation de présenter un bilan social et environnemental », *Bull. Joly* 2011, p. 69.

² Article L.225-102-1, alinéa 6 Ccom.

³ Rapport n°703 (2009-2010) du sénateur Philippe Marini du 14 septembre 2010, sur lequel, V. MERCIER, « Responsabilité sociétale des entreprises : une remise en cause de la loi Grenelle II par la loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière », *Bull. Joly*, févr. 2011, p. 103.

⁴ V. MERCIER, « Responsabilité sociétale des entreprises : une remise en cause de la loi Grenelle II par la loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière », *Bull. Joly*, févr. 2011, p. 104.

⁵ « Dans les sociétés commerciales, la gouvernance environnementale n'est pas simplement du *soft law*. (...) Le Code de commerce et le Code monétaire et financier sont, à cet égard, particulièrement marqués par l'influence de la gouvernance environnementale. Cette influence est révélée par l'entrée progressive de la très anglo-américaine obligation de transparence dans les documents sociaux. Suivant que les sociétés font ou non appel aux marchés financiers, leur niveau de contrainte varie. Mais il devient obligatoire d'indiquer sa politique en matière de gouvernance environnementale dans le rapport de gestion ou le document de référence lorsqu'une société est cotée », B. LE BARS, « La gouvernance environnementale », *Revue Environnement*, juin 2009, dossier 9, n° 2.

⁶ Sur le projet de décret relatif aux obligations de transparence en matière sociale et environnementale consécutif à la loi n°2010-788 du 12 juillet 2010, *JCP E* 2011, act.168.

elle être conduite à conclure à l'inapplicabilité de toute sanction fondée sur le droit commun de la responsabilité ou les manquements à la bonne information du public ?

Il ne s'agit pas tant de droit souple que d'une obligation légale impérative dont le contenu imprécis rend délicate l'appréciation d'une faute ou d'un manquement de la société. A la lecture des articles R.225-104 et R.225-105, il apparaît cependant que l'information exigée présente un contenu suffisamment détaillé pour que puisse être objectivement constatée une omission ou une inexactitude de nature à fonder une éventuelle action en responsabilité ou une procédure de sanction pour manquement à la bonne information du public. Ainsi qu'on l'a remarqué, bien qu'elle ne relève pas formellement de l'information réglementée, il n'est aucune raison de soustraire l'information environnementale aux exigences d'exactitude, de précision et de sincérité¹, susceptible, comme telle, d'engendrer de « *nouveaux préjudices* » aux investisseurs pour « *fausse information à caractère environnemental* »².

547. CONCLUSION DU CHAPITRE I - La sélection de l'information relative aux émetteurs conduit à leur imposer de communiquer au marché un ensemble d'informations à des fréquences variables et portant sur des objets fort différents.

Les obligations d'information périodiques instituent un rythme à l'information du marché et tendent à satisfaire les attentes du public en même temps qu'elles les conditionnent. La période de référence implique la détermination *a priori* de l'élément d'information qui constitue l'objet de l'obligation. La nécessité d'informer le public sur les événements qui affectent l'émetteur, lorsqu'ils présentent une importance significative, explique par ailleurs la nécessité de recourir à la notion d'information privilégiée, destinée à assurer en toutes circonstances les anticipations du public.

La réalisation de prédictions fondées sur la situation de l'émetteur conduit, par irradiation, à enrichir le dispositif d'informations en y incorporant des paramètres extrafinanciers : la bonne gouvernance et la responsabilité sociale et environnementale.

À ce titre, l'ensemble des obligations d'information extrafinancière ne participent pas toutes également de la fonction prédictive d'évaluation dans le temps du risque attaché à l'émetteur. Sous l'angle de la gouvernance des sociétés, il en résulte qu'il est aujourd'hui devenu difficile

¹ E. DRAI, « Responsabilité sociétale des entreprises : un mouvement créateur de valeur », *LPA* 14 mars 2008, p. 6-7.

² C. MALECKI, « Pour que gouvernance d'entreprise écologique rime avec éthique », *D.* 2008, p. 1775. Ce régime des actions en responsabilité fondées sur l'information environnementale, qui reste à construire, devrait sans doute être moins incertain qu'il n'y paraît, par alignement sur le contentieux de l'information financière résultant de la nécessaire comptabilisation des données sociales et environnementales : C. MALECKI, « Informations sociales et environnementales : de nouvelles responsabilités pour les sociétés cotées ? », *D.* 2003, p. 822, n° 15 et s., envisageant successivement, dans le silence de la loi, la responsabilité des dirigeants, commissaires au compte et l'éventuelle nullité des délibérations.

de tracer une ligne de démarcation entre les règles d'information qui relèvent étroitement de la détermination de la valeur des instruments financiers et celles qui tendent à améliorer le fonctionnement des sociétés cotées. Les exigences du droit des instruments financiers supposent le développement de l'information sur les sociétés et certaines règles propres aux sociétés cotées tendent à un objectif général d'enrichissement du droit des sociétés. Plus qu'au tracé d'une frontière, c'est à une complémentarité entre les exigences du droit des sociétés et celles du droit des instruments financiers que l'on aboutit.

En outre, les informations « ancillaires » en matière de gouvernance et de responsabilité sociale et environnementale reposent essentiellement sur des standards qui les rattachent au droit souple. Bien qu'elles aient une source légale, leur régime est source de difficulté. Le droit des instruments financiers constitue à cet égard, à l'heure actuelle, une construction transitoire qui associe la détermination impérative de l'obligation au caractère supplétif de son contenu. Les émetteurs participent à la détermination du contenu des informations qu'ils doivent communiquer au marché. Cette concertation dans l'élaboration de la norme laisse penser qu'elle ne devrait pas recevoir de sanction.

La volonté politique d'une intégration plus forte de l'information extrafinancière aux prédictions des investisseurs induira un développement progressif de la précision des standards de bonne gouvernance et s'accompagnera d'une intensification de la contrainte de nature à mettre fin aux incertitudes actuelles concernant sa sanction.

CHAPITRE II

LA COMPLEXITÉ DE L'INFORMATION RELATIVE À LA PUISSANCE DE VOTE DES INVESTISSEURS

548. La sélection de l'information nécessaire aux anticipations du public ne conduit pas à ériger les émetteurs en unique source d'informations sur leurs perspectives d'évolution. Les investisseurs eux-mêmes sont tenus de communiquer au marché un certain nombre d'informations dont les plus essentielles concernent l'évolution de leur participation. Une telle obligation révèle que l'identité des actionnaires et la hauteur de leurs participations respectives sont susceptibles d'avoir une incidence sur les prédictions des investisseurs relatives à la valeur des instruments financiers de l'émetteur. L'appréciation que va porter le marché sur la gestion des sociétés va ainsi concourir à fonder des décisions d'investissement et conduire, en dernière analyse, à la valorisation des instruments financiers émis par elles¹.

Les obligations déclaratives² sont principalement imposées lors du franchissement d'un seuil de participation³ au sein de l'émetteur⁴. Elles sont nécessairement relatives à un émetteur qui

¹ Indice de l'importance accordée à l'information les évolutions de la géographie du capital, l'exécution de l'obligation de déclaration est enserrée dans un délai très bref, que ce soit à l'égard de la société émettrice ou de l'Autorité des marchés financiers. Dans sa rédaction issue du décret n° 2009-557 du 19 mai 2009, l'article R.233-1 Ccom. dispose que l'information doit être adressée à la société « au plus tard avant la clôture du quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement de seuil de participation ». Ce nouveau délai est raccourci par rapport à celui de cinq jours initialement fixé à l'article R.233-1. Cette modification, qui résulte du décret n° 2009-557 du 19 mai 2009, en vigueur depuis le 1^{er} août de la même année, reprend la recommandation n° 5 du *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, rendu par le Groupe de travail présidé par Bernard FIELD, octobre 2008. L'article 223-14, I RG AMF fixe désormais le même terme pour le dépôt de la déclaration auprès de l'Autorité des marchés financiers. La modification des seuils de participation dans les sociétés émettrices constitue ainsi une information qui doit intégrer la formation des cours de façon quasi-immédiate, l'article 223-14, V précisant qu' « elle est portée à la connaissance du public par l'AMF dans un délai de trois jours de négociation suivant la réception de la déclaration complète ».

² Les informations relatives aux franchissements de seuils adressées à l'émetteur et à l'AMF sont qualifiées de déclarations, et non d'obligations d'information. Si l'on peut concevoir de faire la distinction entre les déclarations, ayant une pluralité indéterminée de destinataires, et les obligations d'information, qui sont dues à certains créanciers déterminés, cela apparaît sans réelle portée. Les déclarations sont imposées en raison des informations qui en forment l'objet et ont la nature d'obligations légales pour les personnes qui y sont tenues. Elles peuvent donc recevoir la qualification d'obligations légales d'information. Les expressions d'obligations déclaratives et d'obligations d'information seront ainsi employées l'une pour l'autre dans les développements qui suivent.

³ On laisse hors du champ de cette étude l'obligation de transmettre aux émetteurs et à l'AMF les clauses prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition régies par l'article L.233-11 Ccom. On renverra au travail de O. DEXANT de BAILLANCOURT, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, Thèse Paris II, 2010.

⁴ Cela n'est pas à dire que les émetteurs ne peuvent y être soumis, ces obligations s'appliquant à toute personne physique ou morale au sens de l'article L.233-7 Ccom. C'est alors en qualité d'investisseurs qu'ils sont soumis à

a la nature juridique d'une société et constitue, à ce titre, une règle de droit des sociétés cotées au sein du droit des instruments financiers.

S'écartant du droit commun des sociétés, dans lequel l'information constitue un droit de l'actionnaire¹, le droit des instruments financiers fait peser sur ce dernier une obligation d'informer le marché des évolutions de sa participation en capital ou en droit de vote. Outre l'obligation qui pèse sur l'actionnaire d'informer la société en vertu de l'article L.233-7, I du Code de commerce, l'actionnaire doit également informer l'Autorité des marchés financiers en vertu de l'article L.233-7, II². Cette information doit ensuite être portée à la connaissance du public par le régulateur³.

Le droit des sociétés évolue sous l'influence du droit des instruments financiers qui introduit des obligations dans le statut d'actionnaire au titre de la recherche d'une transparence de la répartition du pouvoir au sein de l'émetteur. Sa participation dans une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé va générer un dédoublement du statut juridique de l'actionnaire. Créancier de la société, il devient débiteur à son égard ainsi qu'à celui du public d'une obligation d'information.

Une telle jonction des particularités des modes de négociation des actions sur un marché avec le droit des sociétés est d'ailleurs révélée par le renvoi pur et simple qu'opère le Code monétaire et financier au Code de commerce en la matière⁴. La réglementation des déclarations de franchissement de seuil est ainsi le seul véritable élément d'un droit des

l'obligation. Bien qu'elle se rattache à la connaissance de l'émetteur, l'obligation de déclaration de franchissement de seuil n'est donc pas une obligation d'information qui s'impose uniquement aux sociétés cotées. V. toutefois, A. SOTIROPOULOU, *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit communautaire*, Thèse Paris I, 2009, dont le travail évoque en plusieurs endroits la discipline des franchissements de seuils, spéc., n° 218, p. 167 et spéc., sur les origines et les étapes de la construction du dispositif en droit communautaire (puis de l'Union), n° 111, p. 84 et n° 219, p. 168.

¹ P. MERLE, *Droit des sociétés commerciales*, 15^e éd., Dalloz 2011, n° 472 et s., p. 575.

² Art.L.233-7,II Ccom. : « La personne tenue à l'information mentionnée au I informe également l'Autorité des marchés financiers, dans un délai et selon des modalités fixées par son règlement général, à compter du franchissement du seuil de participation, lorsque les actions de la société sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur un marché d'instruments financiers autre qu'un marché réglementé, à la demande de la personne qui gère ce marché d'instruments financiers ».

³ Selon l'article 223-14, V RG AMF, « La déclaration prend la forme du modèle type de déclaration prévu dans une instruction de l'AMF. Elle est déposée à l'AMF selon les modalités prévues dans une instruction de l'AMF. Elle est portée à la connaissance du public par l'AMF dans un délai de trois jours de négociation suivant la réception de la déclaration complète. Elle est rédigée en français ou dans une autre langue usuelle en matière financière ».

⁴ Le Code de commerce sert de code pilote, ses dispositions étant simplement reprises par le Code monétaire et financier. Dans la section qu'il consacre à l'obligation d'information sur les prises de participation, il reproduit, à son article L.451-2, les articles L.233-7 à L.233-14 Ccom. L'article L.451-2-1 COMOFI énonce toutefois à quelles conditions l'Autorité des marchés financiers doit être informée par les sociétés ayant leur siège statutaire hors du territoire de l'Espace économique européen lorsqu'elles relèvent de sa compétence. Cette inclusion des règles applicables aux déclarations de franchissements de seuils dans le Code de commerce trouve une explication dans les origines de la réglementation, qui se limitait initialement à imposer aux actionnaires d'informer la société dans laquelle ils augmentaient leur participation. Il s'agissait donc d'une règle de droit des sociétés, énoncée pour la première fois par la loi n° 85-705, du 12 juillet 1985, qui, au gré des réformes au cours du temps, « est ainsi devenue une règle de marché », T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 466, p. 666.

sociétés cotées, entendu comme règles propres aux sociétés dont les titres sont admis au négociation sur un marché réglementé ou organisé et dont la raison d'être est fondée sur le mode de détermination de la valeur des instruments financiers qu'elle émet. La déclaration de franchissement de seuils est liée à l'acquisition ou aux possibilités d'exercice des prérogatives de l'actionnaire. Elle apparaît comme la contrepartie des possibilités de contrôle dévolues à l'actionnaire.

La société est ici conçue comme espace de pouvoir, dont l'équilibre est préservé par la progressivité du changement de contrôle dont elle peut faire l'objet. Cette réglementation, marquée par une forte instabilité, a désormais pour objet essentiel « *de faciliter l'identification de la composition du capital d'une société et de détecter la montée en puissance d'un actionnaire* »¹. Les déclarations de franchissements seuils s'analysent alors comme un mécanisme de détection anticipée des modifications et changements susceptibles d'intervenir dans le contrôle des sociétés².

Les obligations déclaratives concourent ainsi aux prédictions des investisseurs en révélant les évolutions qui affectent le contrôle des émetteurs afin d'en prévenir le caractère occulte. Il ressort de cet énoncé que la réglementation des franchissements de seuils a donc *pour objet l'influence d'un actionnaire*, en capital et en droit de vote, et *pour objectif d'anticiper les prises de contrôle*. La présentation de ces obligations implique donc de délimiter l'objet de la réglementation pour ensuite mettre en lumière les conséquences attachées à son objectif de détection des changements de contrôle dissimulés. Il convient donc de déterminer en quoi consiste précisément l'élément d'information défini par la norme en procédant à l'analyse de l'objet des obligations déclaratives (Section I). Il sera alors possible d'expliquer les répercussions de l'objectif auquel répondent les obligations déclaratives sur leur régime (Section II).

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 467, p. 667. Le domaine de l'étude est celui du droit des instruments financiers et non celui des opérations de rapprochement entre sociétés telles que les fusions, scissions ou apports partiels d'actifs dont l'étude relève du droit des sociétés. Ont ainsi été écartées les règles encadrant les procédures de *Data room* qui n'impliquent pas une diffusion de l'information dans le public permettant une appréciation collective de la valeur des instruments financiers mais, tout au contraire, « un partage confidentiel de l'information » relative à l'émetteur, selon l'expression utilisée par P. CLERMONTEL, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly Editions, 2009, n° 327 et s., p. 236.

² « Or, dès que certains seuils de participation sont dépassés, il est du plus grand intérêt qu'ils soient connus des dirigeants, des actionnaires, des salariés et du public. Actionnaires et salariés peuvent ainsi suivre l'évolution de la configuration du groupe. Les investisseurs peuvent savoir, grâce à cette transparence du capital à quelles sociétés ils peuvent s'intéresser, et les dirigeants des sociétés visées mettre en place des mesures de défense », P. MERLE, *op. cit.*, n° 659, p. 863.

SECTION I : L'objet des déclarations de franchissements de seuils

549. La réglementation des franchissements de seuils a connu de nombreuses réformes au cours des dernières années avec, la dernière en date résultant de la loi de régulation bancaire et financière n° 2010-1249¹. Celles-ci ont conduit à une extension de la réglementation rendant son objet toujours plus complexe à présenter. L'objectif consistant à permettre au public des investisseurs de mesurer les rapports d'influence qui s'exercent au sein d'un émetteur se prête mal à une qualification juridique exacte. Si l'acquisition d'une participation en capital ou en droit de vote forme l'objet même de la déclaration, il est délicat de donner une signification précise à la notion de participation comme élément d'information en droit des instruments financiers. En effet, celle-ci ne se réduit pas aux seules actions dont le déclarant a la propriété.
550. Pour préciser le domaine des déclarations de franchissement de seuils, il faut entreprendre de préciser en quoi l'élément d'information dont elles tendent à rendre compte se distingue de notions voisines que les déclarations peuvent inclure sans s'y ramener. Dans cette perspective, on aura recours à la notion de puissance de vote qui paraît à même de rendre compte de l'étendue de la réglementation des franchissements de seuils. Distincte des différents éléments pris en compte dans la déclaration, elle en permet la synthèse en une notion unique. Il faut donc en premier lieu justifier la nécessité de se fonder sur une telle notion et la définir (§1). Ayant établi la signification de la puissance de vote, il conviendra de préciser de quelle manière le calcul des franchissements de seuils tend à préciser la puissance de vote des déclarants à partir de la définition de l'objet des obligations déclaratives (§2).

§1. La puissance de vote comme objet de la réglementation des franchissements de seuils

551. La lourdeur du dispositif réside dans les difficultés qu'il y a à définir juridiquement cet élément d'information indispensable aux prédictions du marché qu'est l'influence exercée par un investisseur sur un émetteur. Il est toutefois nécessaire d'en proposer une définition pour effectuer une présentation cohérente du dispositif.

¹ Les réflexions conduisant à une modification du dispositif ne sont nullement terminées, au niveau tant national qu'euro péen. Une proposition de loi, à l'initiative du sénateur Philippe MARINI enregistrée à la présidence du Sénat le 29 juin 2011, avec comme finalité principale d'améliorer le dispositif en introduisant un régime extensif d'assimilation des instruments financiers susceptibles d'avoir un effet économique similaire à la détention d'actions. Sur cette proposition, P.-H. CONAC, « Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier », *Rev. soc.* 2011, p. 589. Au niveau européen, une proposition de réforme de la directive 2004/109/CE et de sa directive d'application 2007/14/CE du 25/10/2011 tend également à modifier le dispositif d'articulation entre assimilation et information séparée sur les instruments d'effet économique comparable à la détention d'actions, COM(2011) 683.

Pour ce faire, un bref rappel des seuils dont le franchissement génère l'obligation déclarative (A) révélera qu'il n'existe pas de notion en droit des sociétés permettant de rendre compte de l'objet des déclarations de franchissement de seuils pour établir l'influence du déclarant (B). Cela conduira alors à proposer une notion nouvelle qui soit à même de rendre compte de l'élément d'information sur lequel portent les obligations déclaratives (C).

A. La définition du seuil : l'importance du droit de vote

552. L'article L.233-7, I du Code de commerce institue désormais onze seuils légaux générateurs d'une obligation déclarative¹. S'y ajoutent les seuils statutaires que les émetteurs ont la faculté de stipuler en dessous de 5%², pour des fractions au moins égales à 0,5%, en vertu de l'article L.233-7, III. La tendance a ainsi été à l'addition régulière de nouveaux seuils générant l'obligation déclarative. Les instances normatives se sont déterminées en faveur d'une politique d'extension du nombre d'obligations déclaratives afin de garantir par l'information la progressivité des évolutions de la répartition du pouvoir et, ainsi, celle des changements de contrôle. C'est donc le changement en lui-même dans la répartition du pouvoir au sein de l'émetteur, et non la seule augmentation d'une participation, qui paraît susceptible d'avoir une incidence sur la valeur des instruments financiers émis par la société. Cela explique la règle qu'énonce l'article L.233-7, I, alinéa 2 du Code de commerce, selon

¹ Ces seuils sont aujourd'hui « du vingtième, du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième, du quart, des trois dixièmes, du tiers, de la moitié, des deux tiers, des dix-huit vingtièmes, ou des dix-neuf vingtièmes du capital ou des droits de vote ». Le dernier seuil rajouté par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 est celui des trois dixièmes et constitue aujourd'hui le seuil de déclenchement des offres publiques obligatoires au sens de l'article L.433-3, I COMOFI. La détermination du premier seuil légal fixé fait l'objet de discussions depuis le *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, rendu par le Groupe de travail présidé par Bernard FIELD, dont la recommandation n° 4, p. 13, suggérait d'introduire un nouveau seuil générateur d'une obligation déclarative, fixé à 3% du capital social ou des droits de vote, s'ajoutant aux autres seuils. Écartée par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009, cette suggestion a été reprise dans la proposition de loi n° 695 du sénateur Philippe MARINI du 29 juin 2011, puis supprimée dans la proposition de loi n° 750 adoptée en première lecture à l'Assemblée nationale du 18 octobre 2011 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives. Un tel seuil ne devrait en tout cas pas résulter de la réforme prochaine de la directive transparence, la proposition en date du 25 octobre 2011 COM(2011) 683 ne comportant aucune modification de l'article 9, paragraphe 1. La proposition laisse toutefois les États membres libres d'instituer des seuils de notification inférieurs au seuil minimum de 5% résultant de l'article 9, paragraphe 1. La détermination du seuil minimal ne procède donc pas d'une exigence d'harmonisation maximale. Sur l'évolution du dispositif jusqu'à la loi n° 89-531 du 2 août 1989, voir P. DIDIER, *Droit commercial – Le marché financier ; les groupes de sociétés*, t.3, PUF, 1993, p. 406 et s. ; égal., sur les dispositions de cette loi en matière de franchissement de seuils, A. VIANDIER, « Sécurité et transparence du marché financier (Commentaire des Titres 1 et 2 de la loi du 2 août 1989) », *JCP G* 1989, 3420, n° 110 et s. Sur l'évolution du dispositif jusqu'à la transposition de la directive 2004/109/CE par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 ayant également institué les seuils de 90% et 95%, D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, 3^e éd., Litec 2008, n° 112, p. 74-75.

² Sur le champ des seuils statutaires et leur soumission aux sanctions prévues à l'article L.233-14 Ccom., cf. *infra*, n° 715.

laquelle l'obligation déclarative est due, que le franchissement ait lieu à la hausse ou à la baisse¹.

553. Ce seuil peut être franchi tant en capital qu'en droits de vote ainsi qu'est venue le préciser la loi de sécurité financière n°2003-706 du 1^{er} août 2003, consacrant la solution retenue en jurisprudence antérieure². Outre sa conformité au droit communautaire, on a pu affirmer que « [c]ette interprétation rejoint aussi la ratio legis : l'information sur le nombre d'actions reste incomplète lorsque le droit permet de décaler l'action et le droit de vote, ce qui est le cas de la législation française. Il faut pouvoir apprécier la puissance de vote conférée par la nouvelle participation détenue – c'est même le plus important, quoique l'autre information ne soit pas privée d'intérêt »³. Les débiteurs de l'obligation déclarative sont en réalité tenus de communiquer tant le nombre d'actions détenues que celui des droits de vote qui y sont attachés lorsque, par effet de l'acquisition ou de la cession, ils ont été amenés à franchir, à la hausse ou à la baisse, l'un des seuils visés. D'un point de vue technique, l'obligation d'information peut ne porter alternativement que sur les seuls titres de capital ou, au contraire,

¹ « L'information mentionnée à l'alinéa précédent est également donnée dans les mêmes délais lorsque la participation en capital ou en droits de vote devient inférieure aux seuils mentionnés par cet alinéa ».

² En effet, dans sa version antérieure, le texte disposait que la déclaration ne portait que sur le « nombre total d'actions » du déclarant, ce qui apparaissait en décalage avec l'article 4, paragraphe 1 précité de la directive n° 88/627/CEE, devenu article 89 de la directive 2001/34/CE du 28 mai 2001. Recherchant, au-delà de la formulation légale, la finalité de la disposition et sa conformité au droit communautaire, la Cour d'appel de Paris avait retenu que « la primauté du droit communautaire fait naître une obligation d'interprétation du droit national conforme au texte et à la finalité de la directive reçue par ce droit » : CA Paris, 1^{ère} ch. Sect.A, 18 novembre 2003, n° 2003/11913, *SA CNIM c/ Sté IDI et autres*, *Bull. Joly* 2004, p. 231, note H. LE NABASQUE ; *Rev. soc.* 2004, p. 120, note P. LE CANNU. Selon cet arrêt, les dispositions nationales « vis[ai]ent à informer les investisseurs des participations importantes et des modifications significatives de ces participations dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, aussi bien en capital qu'en droits de vote, [et] que la déclaration imposée par le premier de ces textes [art.L.233-7 Ccom.] [devait] contenir non seulement l'indication du nombre total d'actions de la société émettrice que possède l'actionnaire ayant franchi l'un des seuils qui y sont mentionnés mais encore celui de ses droits de vote ». Cette interprétation fut successivement validée par la chambre commerciale de la Cour de cassation dans le premier arrêt qu'elle rendit en matière de franchissement de seuils : Com. 10 mai 2006, *IDI c/ CNIM*, pourvoi n° 04-10696 : *Bull. Joly* 2006, p. 1142, note J.-J. DAIGRE ; *RTDF* n° 2-2006, p. 62, note H. LE NABASQUE ; *RDBF* juill.-août 2006, p. 28, obs. H. LE NABASQUE et P. PORTIER ; *RTD com.* 2006, p. 623, obs. M. STORCK. La chambre commerciale confirme en tous points l'arrêt d'appel en énonçant que « le nombre d'actions et de droits de vote dont la loi impose la déclaration est celui qui est détenu au jour du franchissement, et non au jour de la déclaration ». La déclaration doit donc porter sur la participation lors du franchissement de seuil mettant ainsi le contenu de la déclaration en conformité avec son fait générateur. Comme l'observe le professeur Jean-Jacques DAIGRE, « si un terme est prévu pour effectuer la déclaration, ce n'est pas pour reporter d'autant le calcul des titres et des droits de vote mais uniquement pour donner un délai, nécessaire mais purement d'ordre pratique, de réalisation de la déclaration », note précitée, p. 1149. Par ailleurs, il a été retenu dans l'arrêt *Carrefour* du 26 mars 2008 que par effet de la transmission universelle de patrimoine consécutive à une fusion, la société absorbante n'est tenue de renouveler la déclaration de franchissement de seuils déjà réalisée par la société absorbée : Com., 26 mars 2008, n° 06-20156, *Y et Z c/ Sté Carrefour* ; *Bull. Joly* juin 2008, p. 489, note P. LE CANNU ; *Bull. Joly Bourse* août 2008, p. 315, note F. MARTIN-LAPRADE ; *RTDF* n° 2 – 2008, p. 91, note C. MAISON-BLANCHE.

³ Note précitée de P. LE CANNU, *Rev. soc.* 2004, p. 131, n° 10. Il a également été observé par les commentateurs que la solution pouvait se prévaloir d'un certain nombre d'arguments littéraires, tirés de l'emploi du terme « fraction » par l'article L.233-14 (*ibid*, n°11), arguments auxquels nous rajoutons que les seuils statutaires susceptibles d'être stipulés pouvaient porter tant sur des fractions du capital que des droits de vote (il s'agissait à l'époque de l'article L.233-7, al.5 Ccom.).

sur les seuls droits de vote¹. Elle peut également avoir un objet double lorsque l'opération a conduit au franchissement d'un seuil à la fois en capital et en droits de vote. L'obligation déclarative doit alors mentionner cumulativement les seuils franchis tant en capital qu'en droits de vote. Ainsi, l'obligation déclarative se présente selon les cas comme une obligation simple² ou une obligation portant sur deux prestations distinctes nées d'un même fait générateur. Lorsque le franchissement d'un seuil en capital et en droits de vote s'opère de manière concomitante, du fait d'une même opération, l'obligation déclarative devient une obligation conjonctive³.

554. La raison de l'existence d'une telle modalité objective affectant l'obligation déclarative tient au fait que « *les cas de distorsion entre capital et droits de vote sont nombreux* »⁴. Il apparaît toutefois qu'aux fins de la détermination du franchissement d'un seuil en capital au moyen de titres dépourvus du droit de vote, « *les distorsions doivent avoir un caractère permanent* »⁵. En somme, la privation temporaire du droit de vote ne saurait impliquer le franchissement d'un seuil à la baisse pour le déclarant. Les hypothèses de privation du droit de vote fondées sur le droit des sociétés sont attachées à la personne de l'actionnaire ou à l'objet d'une décision ponctuelle. L'absence ou la pluralité du droit de vote n'est pas une caractéristique du titre détenu par l'actionnaire et ne saurait donc être prise en compte aux fins de l'information du marché sur la puissance de vote de l'actionnaire.
555. La prise en compte d'un double seuil en capital et en droits de vote se justifie en ce qu'elle permet au marché de mesurer le décalage éventuel entre les deux paramètres et ainsi de

¹ C. MAISON-BLANCHE et D. LECAT, « Essai de synthèse sur les sanctions en cas de violation de l'obligation de déclaration des franchissements de seuils dans le capital et les droits de vote des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé », *RTDF* n° 3 – 2007, p. 146, spéc. I.

² « Il suffit donc que l'un des seuils ait été franchi, en capital ou en droits de vote, pour que l'obligation naisse », A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 4^e éd., Francis Lefebvre, 2010, n° 356, p. 55.

³ « Il s'agit de l'hypothèse dans laquelle le débiteur doit cumulativement au même créancier et en vertu d'une obligation unique plusieurs prestations. (...) L'obligation n'est éteinte et le débiteur n'est libéré que si la totalité des prestations est fournie », F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 1238, p. 1223. En effet, lorsque le seuil franchi l'est à la fois en capital et en droits de vote, l'information sur les droits de vote n'est pas substituable à l'information sur le pourcentage du capital ou réciproquement.

⁴ A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 356, p. 55 où l'auteur évoque les titres ne conférant aucun droit de vote à l'actionnaire (actions de préférence, actions à dividende prioritaire sans droits de vote...), les hypothèses de plafonnement des droits de vote ou au contraire, l'existence de droits de vote double. Égal., F. MARTIN-LAPRADE, *Concert et contrôle – Plaidoyer en faveur d'une reconnaissance de l'action de concert par le droit commun des sociétés*, Joly Editions, 2007, n° 149, p. 113 : « Les participations sont indifféremment calculées en fonction du nombre d'actions ou du nombre de droits de vote, afin de viser le cas d'une éventuelle distorsion entre droits de vote et actions, laquelle peut exister dans deux types d'hypothèses : soit le nombre des droits de vote est plus élevé que le nombre d'actions, du fait de l'attribution de droits de vote double par exemple, soit le nombre total des actions est supérieur au nombre total des droits de vote, certaines actions ne disposant pas d'un droit de vote ». L'auteur remarque toutefois qu'en cette dernière hypothèse, les actions privées du droit de vote s'intègrent au dénominateur pour le calcul des droits de vote en vertu de l'article 223-11 RG AMF, note 36, p.113.

⁵ A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 356, p. 55 : « Ainsi, la privation du droit de vote d'un actionnaire apporteur en nature lors de l'approbation de cet apport ou d'un administrateur lors de l'approbation d'une convention réglementée à laquelle il est intéressé ne saurait provoquer une déclaration de franchissement de seuil ».

mesurer l'étendue des droits de vote associés à la participation en capital¹. La déclaration portant sur le capital ne prend de sens que pour révéler l'écart susceptible d'exister entre la composition du capital et la puissance de vote du déclarant, qui reste l'objet premier de la réglementation. Cela est confirmé par les règles relatives à la détermination du dénominateur. Au sens de l'article 223-11, I, alinéa 1 du règlement général AMF, les seuils de participation en actions et en droits de vote doivent être « *rapportés au nombre total des actions composant le capital de la société et au nombre total des droits de vote attachés à ces actions* ». Ce principe simple comporte toutefois un facteur de complication. En effet, l'article 223-11, I, alinéa 2 du règlement général AMF dispose que « *le nombre total des droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachées des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote* »².

556. Si les actions détenues sont rapportées à la totalité de celles qui composent le capital social³, les droits de vote sont rapportés à l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote alors même que certaines en seraient privées. La logique de cette disposition réside dans le fait d'exiger du déclarant qu'il prenne en compte la totalité des droits de vote attachés aux actions émises. Le dénominateur s'étend donc aux actions dont les droits de vote ne sont pas susceptibles d'être exercés⁴. Quelle est l'utilité d'inclure dans le dénominateur des titres qui ne confèrent pas d'influence au sein de l'émetteur ? La cohérence du dispositif n'inviterait-elle pas à ne mesurer l'influence du déclarant que par référence aux droits de vote qui peuvent être exercés lors des décisions collectives ? En effet, « *la prise en compte au dénominateur des droits de vote suspendus a pour conséquence mathématique de sous-estimer (...) l'influence réelle que pourra exercer l'actionnaire en assemblée générale* »⁵ car cette influence « dépend en fait du ratio de son nombre de droits de vote par rapport au total

¹ Dans un souci de simplification, il a d'ailleurs été préconisé de ne retenir que la référence aux seuls droits de vote comme objet de l'obligation déclarative : ANSA, n° 2560, juillet-août 1991. Sans doute cette question n'est-elle toujours pas obsolète car l'article 9 de la directive 2004/109/CE continue à ne viser les franchissements de seuils qu'en droits de vote.

² Transposant l'article 9, paragraphe 1, second alinéa de la directive 2004/109/CE.

³ « Ainsi, le fait que certaines actions de l'émetteur n'aient été que partiellement libérées ou soient dépourvues de droit de vote (qu'il s'agisse d'une privation à titre de sanction, d'une privation en raison d'une situation d'auto-détention ou d'autocontrôle, voire d'une suppression statutaire) est indifférent pour le calcul du dénominateur en capital. Le dénominateur ne doit toutefois comprendre que les seules actions effectivement émises. Les actions seulement potentielles, notamment celles susceptibles d'être émises par exercice d'autres valeurs mobilières n'ont ainsi pas à figurer au dénominateur », F. GRILLIER et H. SEGAIN, « Franchissements de seuils : réglementation applicable et évolutions souhaitables », *RTDF* n° 4 – 2007, p. 24. Il s'agit d'une évolution contraire à la position adoptée par le Conseil des bourses de valeurs dans un avis du 25 juin 1991.

⁴ Ainsi en va-t-il par exemple des actions souscrites, acquises ou prises en gage par l'émetteur, exclues du quorum par l'article L.225-111 Ccom. ou des actions et droits de vote détenus par une filiale de l'émetteur au sens de l'article L.233-31, dites d'autocontrôle.

⁵ F. GRILLIER et H. SEGAIN, « Franchissements de seuils : réglementation applicable et évolutions souhaitables », préc., p. 25.

des droits de vote nets, qui est susceptible d'être significativement supérieur à ce que peut laisser supposer le seuil déclaré sur la base du nombre de droits de vote "théoriques" »¹.

557. En prenant en compte les droits de vote théoriques, les instances normatives européennes et nationales tendent à déterminer la puissance de vote absolue du déclarant. Il s'agit d'éviter que sa participation ne fluctue en fonction des droits dont disposent les autres actionnaires. Rapporté au nombre des droits de vote théoriques, le seuil une fois franchi à la hausse ne le sera ainsi pas à la baisse dans l'hypothèse où l'un des actionnaires recouvrerait le droit de vote dont son action a été privée. Cette règle permet d'informer le marché selon le constat trivial que « qui peut le plus peut le moins ». Le paramètre strict des droits de vote théoriques indique la puissance de vote absolue dont dispose l'actionnaire quels que soient les événements qui affectent les prérogatives des autres actionnaires et alors même que ceux-ci pourraient voir augmenter leur influence effective sur l'émetteur en recouvrant la possibilité d'exercer le droit de vote attaché à leurs titres. Ainsi, cette définition abstraite du dénominateur en fonction des droits de vote tend à assurer l'exactitude durable de l'information communiquée au marché lors du franchissement d'un seuil en droits de vote. Le rapport en droits de vote théoriques est immuable, contrairement à ce qu'il en irait si le dénominateur était défini à partir des droits de vote susceptibles d'être exercés, aussi appelés droits de vote « nets ».
558. Malgré la simplicité et la logique de sa définition, la détermination du dénominateur peut toutefois susciter de réelles difficultés. Ainsi, pour permettre le calcul du seuil par les investisseurs et remédier à l'impossibilité dans laquelle ils se trouveraient de connaître la totalité des droits de vote susceptible d'être exercés, le législateur a été conduit à mettre à la charge de l'émetteur une obligation d'information relative à la variation du nombre total des droits de vote, destinée à faciliter l'exécution de l'obligation déclarative de franchissement de seuils. Cette obligation résulte de l'article 15 de la directive 2004/109/CE, transposé à l'article L.233-8, II du Code de commerce, issu de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005².

¹ « Le nombre de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions temporairement privées de droits de vote. Ainsi, pour déterminer un éventuel franchissement de seuils en droits de vote, les actionnaires devront désormais inclure au dénominateur non seulement les droits de vote exerçables en assemblée, ce qui comprend bien évidemment les droits de vote double, mais également les droits de vote suspendus », *Questions-réponses sur les nouvelles modalités de calcul des franchissements de seuils de participation*, AMF, 17 juillet 2007, n°3, p.2 ; F. GRILLIER et H. SEGAIN, « Franchissements de seuils : réglementation applicable et évolutions souhaitables », préc., p. 25.

² Sur laquelle, A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 357, p. 55 ; T. BONNEAU, « La réforme 2005 des franchissements de seuils », *Bull. Joly Bourse*, n° 6 nov. 2005, n° 16-17 ; F. BUCHER, « Le nouveau dispositif sur les franchissements de seuils après la loi Breton du 26 juillet 2005 », *Bull. Joly*, déc. 2005, p. 1307 ; M. LOY, « La réforme juridique des déclarations de franchissement de seuils – Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie », *JCP E* 2005, 1285, n° 19 ; F. GRILLIER et H. SEGAIN, « Franchissements de seuils : réglementation applicable et évolutions souhaitables », préc., p. 25-26. Avant la transposition de la directive, les sociétés par actions étaient tenues, sans distinction, d'informer les actionnaires dans les quinze jours suivants l'assemblée générale annuelle du nombre de droits de vote existant à cette date et d'actualiser une telle information en cas de variation d'un pourcentage fixé par arrêté du ministère de l'économie, par rapport au nombre communiqué antérieurement. Ce pourcentage avait été fixé à 5% par l'arrêté

L'article L.233-8, II, impose aux sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé, mais aussi sur un système multilatéral de négociation soumis au dispositif de sanction des abus de marché¹, à publier « *chaque mois, le nombre total des droits de vote et le nombre des actions composant le capital de la société s'ils ont varié par rapport à ceux publiés antérieurement* »². Curieuse circularité ! L'actionnaire, afin de mieux satisfaire aux obligations d'informations qui sont les siennes à l'égard du public et de la société, doit y être aidé par cette dernière³. Destinataire et débiteur de l'information se trouvent dans une dépendance réciproque, le premier devant agir pour obtenir de l'autre une information dont la fiabilité dépend de son intervention. L'objectif consiste à rendre apparente la participation effective de l'actionnaire à tout moment, ce qui requiert l'intervention de la société elle-même. Si l'actionnaire est le protagoniste, la qualité de sa prestation repose sur l'intervention de la société.

Ainsi, le calcul du franchissement de seuils en capital sert essentiellement à appréhender le décalage entre le nombre de titres de capital et de droits de vote. Le nombre des droits de vote reste l'élément d'information essentiel au marché, dont l'appréciation se fait de façon stricte, par référence aux droits de vote théoriques.

B. Les notions impliquées dans la détermination de l'influence du déclarant

559. La discipline juridique des déclarations de franchissement de seuils apparaît lourde et complexe. Cette complexité appelle deux commentaires principaux.

Le premier est que les évolutions que connaît la répartition du pouvoir au sein de l'émetteur sont appréhendées par la règle de droit comme un élément fondamental à l'information du public, dont témoigne les attentions répétées du législateur national et des institutions européennes en la matière. L'évolution du pouvoir et du contrôle au sein de l'émetteur est perçue comme étant de nature à influencer sur la prise de décision d'investissement et elle

du Ministère de l'économie, des Finances et du Budget, du 14 décembre 1989. Il revenait toutefois aux sociétés cotées d'informer également le Conseil des marchés financiers, et par la suite l'Autorité des marchés financiers.

¹ Extension résultant de l'article 55 la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010.

² L'article 223-16 du RG AMF vient préciser que le nombre total des droits de vote doit être déterminé conformément aux conditions mentionnées au deuxième alinéa de l'article 223-11, c'est-à-dire par référence au nombre de droits de vote théoriques. Logiquement, les sociétés concernées par cette obligation d'information mensuelle sont réputées avoir satisfait à l'information exigée par l'article L.233-8, I Ccom. Pour aligner cette obligation avec le champ de la réglementation des franchissements de seuils, la loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007 a modifié la rédaction de la disposition pour viser « les sociétés mentionnées au I de l'article L.233-7 dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ».

³ « Bien que le règlement général de l'AMF ne le précise pas explicitement, il convient de considérer que c'est sur la base de la dernière publication en date de l'émetteur que l'actionnaire doit effectuer le calcul des seuils », F. GRILLIER et H. SEGAIN, « Franchissements de seuils : réglementation applicable et évolutions souhaitables », préc., p.25.

participe ainsi de la fonction prédictive que remplit l'information en droit des instruments financiers. Si les règles de franchissement de seuils apparaissent comme des « *défenses préventives* »¹ à la conduite d'une offre publique, la fonction qui est la leur est plus large et concourt à la formation du prix des instruments émis par l'émetteur sur le marché.

Le second commentaire a trait à l'objet même de la réglementation. La succession des réformes s'explique par la difficulté de déterminer, sous forme de règles générales et abstraites, les comportements conduisant à une évolution de la répartition du pouvoir au sein de l'émetteur. Dès lors, dans cette difficile entreprise de recherche de transparence sur les participations dans les sociétés cotées, les instances normatives ont adopté des réformes en cascade. Cette instabilité des règles de franchissement de seuil met en lumière une incertitude fondamentale liée à l'absence de toute définition juridique satisfaisante permettant de définir ce qu'est l'influence exercée au sein d'un émetteur, objectif affiché par le considérant 20 de la directive Transparence².

560. L'influence peut être définie comme l'aptitude d'un sujet à déterminer, en tout ou en partie³, la conduite d'autrui dans une situation donnée. Par nature relative et d'ordre psychologique⁴, l'influence est délicate à réduire à des critères juridiques généraux et abstraits. La définition de l'exercice d'une influence sur autrui se prête à des traductions juridiques diverses, dont il convient de donner des exemples sans nullement prétendre à l'exhaustivité. En droit des contrats tout d'abord, l'influence dans la prise de décision peut conduire à l'annulation du contrat. Le dol peut être présenté comme des manœuvres ayant eu pour effet d'influer sur l'expression du consentement de l'autre partie⁵, alors que la violence signe le passage de l'influence à la contrainte⁶. L'influence se rencontre également en matière pénale. On la retrouve tout d'abord en filigrane comme figure générale, dans l'hypothèse de la complicité par instigation, où elle se réduit à des procédés définis par la loi qui doivent être liés causalement à la réalisation d'une infraction⁷. L'exercice d'une influence peut également constituer un élément matériel de certaines infractions. Il s'agit tant d'apprécier l'influence subie, du point de vue de la victime, avec le délit d'abus de vulnérabilité⁸, que l'influence

¹ A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 320 et s., p. 49, et spécialement sur les notifications de franchissement de seuils, n° 353 et s., p. 53.

² La directive 2004/109/CE précise en effet au considérant 20, pour justifier le périmètre des exclusions, que celles-ci sont conçues « [p]our éviter des charges inutiles à certains participants au marché et pour déterminer clairement les opérateurs exerçant une influence sur un émetteur ». Sur les exclusions, cf. *infra*, n° 629 et s.

³ Plusieurs influences peuvent s'exercer simultanément sur un même sujet et fonder de manière concurrente une prise de décision. L'influence se distingue en ceci de l'autorité, dont l'effet réside précisément à soumettre en toute hypothèse un sujet aux déterminations d'un autre détenteur de l'autorité dans l'exercice de celle-ci. C'est ainsi que le lien de subordination du contrat de travail ne traduit pas l'exercice d'une influence sur la conduite du salarié mais la soumission volontaire de ce dernier au pouvoir de direction de son employeur.

⁴ Ce qui la distingue de la domination.

⁵ Art. 1116 Cciv.

⁶ Art. 1111 Cciv.

⁷ Art. 121-7, al. 2 Cpén.: « Est également complice la personne qui par don, promesse, menace, ordre, abus d'autorité ou de pouvoir aura provoqué à une infraction ou donné des instructions pour la commettre ».

⁸ Art. 223-15-2 Cpén.

exercée de celui de l'auteur, avec la figure emblématique du trafic d'influence¹. Les figures active et passive de la corruption constituent par ailleurs l'exemple d'une construction symétrique dans laquelle la norme pénale frappe tour à tour l'influence subie et l'influence exercée². Dans toutes ces hypothèses, l'influence n'est que la traduction du comportement qui va faire l'objet d'une sanction pénale ou civile. Elle n'est pas définie en elle-même, mais par le biais de ses effets, recherchés ou réalisés sur la situation de tiers.

561. Il en va différemment en droit des sociétés, où l'influence que possède une société sur une autre est présentée avec une intensité croissante par les notions de participation, de contrôle et de filiale, dans le domaine des groupes de sociétés. Ainsi, la participation au sens strict telle qu'elle est définie à l'article L.233-2 du Code de commerce est une fraction de capital que possède une société dans une autre, comprise entre 10 et 50%³. L'influence exercée au titre de la participation sans autre élément de contexte n'est que « *simple ou notable* »⁴. Le contrôle traduit en revanche le passage d'une influence notable à une influence « *déterminante ou dominante* »⁵. La notion de contrôle⁶, définie à l'article L.233-3 du Code de commerce, n'est pas réductible à une fraction du capital conférant à une société la majorité des droits de vote dans les assemblées générales d'une autre. Il ne s'agit là que d'une des définitions du contrôle, inscrite à l'article L.233-3, I, 1°. La notion de contrôle⁷ tend à révéler le pouvoir effectif de décision qui revient à un ou plusieurs actionnaires en fait, en raison du nombre des droits de vote qu'il possède ou du pouvoir de nomination qui lui revient, que ce pouvoir soit individuel ou fasse l'objet d'un exercice conjoint⁸. En d'autres termes, « *le contrôle d'une société exprime le pouvoir de déterminer la politique sociale ainsi que de décider de l'exploitation et de la cession d'actifs* »⁹.
562. Or, l'influence dont l'existence doit être portée à la connaissance du public par le biais d'obligations déclaratives ne peut être ramenée ni à une simple participation, ni au contrôle ainsi qu'ils ont été définis. Le recours fréquent à l'expression « *seuils de participation* »¹⁰ est

¹ Art. 432-11, 2° et 433-1, 2° Cpén., sanctionnant respectivement le trafic d'influence passif et actif. Égal., l'article 435-1. Par extension, c'est également l'exercice d'une influence qui fonde la répression d'autres figures traditionnelles d'infractions de droit commun appliquées à la vie des affaires telles que le favoritisme dans le domaine des marchés publics et des délégations de service public, réprimé par l'article 432-14.

² Art. 432-11, 1° et 433-1, 1° Cpén.

³ P. MERLE, *op. cit.*, n° 643, p. 814.

⁴ D. SCHMIDT, « Les définitions du contrôle d'une société », *RJ com.* 1998, n° spéc., p. 9.

⁵ *Ibid.*

⁶ V. T. MASSART, *Le régime juridique de la cession de contrôle*, thèse Paris II, 1995.

⁷ Pour des développements conséquents, F. MARTIN-LAPRADE, *op. cit.*

⁸ Sur la notion de contrôle résultant de la loi du 12 juillet 1985, M. STORCK, « Définition légale du contrôle d'une société en droit français », *Rev. soc.* 1986, p. 385. Ouvrages généraux P. MERLE, *op. cit.*, n° 643, p. 813-816 ; P. LE CANNU, *Droit des sociétés*, 4^e éd., Montchrestien, 2012, n° 1504 et s., p. 947 ; D. OHL, *op. cit.*, n° 222 et s., p.151.

⁹ D. SCHMIDT, « Les définitions du contrôle d'une société », préc., p. 9. Le contrôle peut ainsi être tant majoritaire que minoritaire selon cet auteur et ne se ramène pas à « une forme d'exercice du pouvoir majoritaire », M. STORCK, « Définition légale du contrôle d'une société en droit français », préc., p. 385.

¹⁰ Elle est toutefois conforme au droit communautaire qui a recours à la notion de « participations importantes » depuis la directive 86/627/CEE et qui s'y réfère en intitulé de l'article 9 de la directive transparence. Elle a par

en réalité impropre à la lueur de la définition de la notion de participation que donne le Code de commerce. L'obligation déclarative peut en effet porter sur des fractions du capital ou des droits de vote allant jusqu'à 0,5%. En toute rigueur, l'obligation déclarative ne porte sur une participation dans son acception technique que pour les fractions de capital comprises entre 10 et 50%. En outre, la détermination du contrôle présente un caractère essentiellement relatif et contingent. Le contrôle reconnu à une société sur une autre, qu'il soit en fait ou en droit, dépend de la répartition particulière du capital ou des droits de vote entre les actionnaires dans une société donnée¹. Elle ne correspond ainsi à aucun seuil arithmétique de façon générale et absolue. En outre, lorsqu'elle est déterminée de manière relative en fonction d'un seuil, comme cela résulte de l'article L.233-3, II du Code de commerce, ce seuil ne donne pas nécessairement lieu à une obligation déclarative. Ainsi, la détention d'une fraction des droits de vote supérieure à 40% par une société lorsque aucun autre associé ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure caractérise le contrôle² pour une fraction des droits de vote qui ne coïncide avec aucun seuil générant une obligation déclarative³.

563. Ajoutons à cela que les notions de participation et de contrôle ne visent que les actions détenues par une société dans une autre, alors que les obligations de franchissement de seuils s'appliquent à toute personne physique ou morale. Il apparaît alors que les déclarations de franchissement de seuils ne tendent pas à informer le marché de l'existence du contrôle ou d'une participation, quoiqu'elles puissent l'impliquer selon les cas. La déclaration de franchissement de seuil peut révéler l'existence d'une participation ou déterminer l'accès à une situation de contrôle mais ne s'y réduit pas. Si elle englobe la révélation du contrôle, l'obligation d'information permet, précisément, d'éclairer le marché par anticipation sur d'éventuelles évolutions dans la répartition du pouvoir dans l'émetteur et de détecter par avance les prises de contrôle.

Comment rendre compte alors de façon rigoureuse de l'objet de la réglementation en matière de franchissement de seuils ?

ailleurs pénétré l'usage courant même dans l'univers juridique français au point que le rapport du groupe de travail présidé par Bernard FIELD rendu en octobre 2008 s'intitule *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*.

¹ Selon les mots du professeur SCHMIDT, « le contrôle est d'abord une notion de fait qui exprime une relation de force que le juriste ne peut enserrer dans une définition précise et tranchée », « Les définitions du contrôle d'une société », préc., p. 9.

² *Idem*, p. 11.

³ On peut ainsi concevoir qu'une société ayant acquis très progressivement une fraction de capital entre 30% et 40% - à un rythme inférieur à 2% par an - atteigne ce seuil légal du contrôle sans être même soumise à une offre obligatoire dans l'hypothèse prévue par l'article 234-5 RG AMF. L'alinéa 2 de la même disposition prévoit cependant, pour éviter une telle situation que, dans la fourchette comprise entre le seuil de l'offre obligatoire, désormais à 30% et la moitié du capital ou des droits de vote, même si aucune déclaration n'est due au public, les personnes agissant seules ou de concert détenant une telle fraction du capital ou des droits de vote tiennent informée l'AMF des variations du nombre de titres de capital ou de droits de vote qu'elles détiennent, l'AMF rendant alors ces informations publiques. Passé le seuil de l'offre obligatoire, l'existence de seuils légaux est substantiellement remplacée par un devoir de rendre compte au régulateur aux fins de l'effectivité du dispositif.

C. La notion de puissance de vote

564. La détermination des seuils qui génèrent l'obligation ne s'opère pas selon une approche strictement juridique dans laquelle ne seraient prises en compte que les actions que possède le déclarant. Il faut entendre que l'influence n'est pas mesurée à l'aune de la seule participation actuelle propre au déclarant constituée par les titres dont il est propriétaire.
565. Par le biais de la réglementation complexe des assimilations¹ et par celui de la prise en compte de l'exercice souvent collectif du pouvoir de décision dans les sociétés cotées², les règles de franchissement de seuils ont vocation à révéler le poids réel du déclarant au sein de l'émetteur. Ce ne sont donc pas tant les droits de vote du déclarant qu'expose l'obligation déclarative, que sa puissance de vote, déterminée à partir de l'ensemble des rapports d'influence dans lesquels il est impliqué. Ainsi, l'influence du déclarant ne se résume pas aux seules actions et aux droits de vote qui lui appartiennent en pleine propriété. Le droit des instruments financiers s'efforce de définir le pouvoir de droit ou de fait qui revient à l'actionnaire à partir d'une série de critères juridiques qui constituent des assimilations, pour le porter à la connaissance du marché.
566. Ce pouvoir de droit ou de fait³ sera désigné dans ce chapitre sous la notion de puissance de vote⁴. Le recours à une telle notion n'est pas seulement une convention destinée à faciliter l'exposition des règles en cause. Sa détermination résulte, plus profondément, de la difficulté qu'il y a à rendre compte de l'objet des obligations déclaratives instituées par les règles de franchissement de seuils. À travers elle, c'est une définition cohérente de l'objet des déclarations de franchissement de seuils qui est recherchée. La puissance de vote constitue l'objet de la réglementation qui, rétif à toute autre qualification juridique suffisamment

¹ Les assimilations prévues à l'article L.233-9, I Ccom.

² Sur l'action de concert, cf. *infra*, n° 638 et s.

³ Le recours à la notion de puissance de vote n'a pas vocation à rendre compte de la nature juridique propre du droit de vote de l'actionnaire. L'objectif ne consiste pas à cerner en quoi le droit de vote constitue ou non un pouvoir pour l'actionnaire ou un droit subjectif. Une telle réflexion relève davantage du droit des sociétés et n'est pas requise pour conduire la démonstration. Sur cette question, P. LEDOUX, *Le droit de vote de l'actionnaire*, préf. P. MERLE, L.G.D.J. 2002.

⁴ Le *Dictionnaire Petit Robert 2011* définit la puissance tant comme le « moyen ou droit grâce auquel on peut faire quelque chose » que comme un synonyme de « virtuel » ou « potentiel », avec l'expression en puissance. Le caractère virtuel de la puissance de vote associée à certains titres devra toutefois être davantage précisé concernant le partage entre déclaration de franchissement de seuils et information séparée. Tant les droits de vote que le déclarant peut acquérir à sa seule initiative que ceux qui sont soumis à la réalisation d'une condition correspondent à une virtualité. Plus précise et seule juridiquement rigoureuse, la justification s'opérera donc en considération du caractère conditionnel ou non du droit d'acquiescer de tels droits de vote, cf. *infra*, n° 601 et s. L'expression a été utilisée dans le *Rapport FIELD* précité qui, pour déterminer le seuil de l'offre publique obligatoire raisonne à partir de la « *puissance de vote effective* » de l'actionnaire, qui n'est pas autrement définie, p. 26.

compréhensive, satisfait la fonction prédictive reconnue à l'information promue par la norme en droit des instruments financiers.

567. Ainsi, aux fins de l'analyse du dispositif, on formulera l'hypothèse que l'obligation déclarative a pour fonction de révéler à l'émetteur et au marché la puissance de vote qui revient aux actionnaires, pour permettre une juste appréciation par les investisseurs des perspectives de l'émetteur en termes de répartition du pouvoir, de stratégie et de gestion. *La puissance de vote est constituée par l'ensemble des actions de l'émetteur dont la personne tenue à l'obligation déclarative est à même d'exercer, de manière directe, indirecte ou potentielle les prérogatives politiques, en raison des relations de droit ou de fait qui existent entre elle et leur titulaire.* Si une telle notion peut paraître approximative ou artificielle du fait de sa généralité, elle est pourtant plus à même de déterminer la fonction dévolue aux obligations de déclaration en la matière que la référence faite aux seuls droits de vote, qui apparaît réductrice. En effet, l'information qui doit être délivrée au marché par le déclarant ne se réduit pas au nombre d'actions qu'il possède, mais vise de façon plus générale l'ensemble des participations par lesquelles il est susceptible d'exercer une influence.

Cette hypothèse sera confirmée en analysant de quelle manière est déterminé le seuil générateur de l'obligation déclarative.

§2. La mesure de la puissance de vote

568. Cette question est peut-être la plus délicate de toutes quant à la définition du périmètre de la réglementation applicable aux franchissements de seuils. L'obligation d'information due au titre des I à III de l'article L.233-7 du Code de commerce vise un nombre d'actions que vient à posséder, par effet du franchissement d'un seuil, à la hausse ou à la baisse, toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert. Ainsi, c'est en premier lieu la participation en actions qui doit faire l'objet de la déclaration.
569. D'autres instruments financiers sont toutefois visés par la déclaration de franchissement de seuil, que cela survienne par déclaration séparée ou en vertu d'une assimilation¹. Ils sont déterminés sur le modèle de l'action, compte tenu de leur effet économique équivalent ou de

¹ La doctrine dominante retient que, aux fins de la détermination des seuils statutaires, les assimilations prévues à l'article L.233-9, I Ccom. ne trouvent pas à s'appliquer à défaut de toute référence expresse dans les statuts à cette disposition. En effet, en l'absence de tout renvoi par l'article L.233-9, I à l'article L.233-7, III et alors que les exemptions prévues aux IV et V de l'article L.233-7 visent directement les seuils statutaires, il est possible d'affirmer qu'« aucun principe d'identité n'est posé en revanche pour les assimilations conçues par l'article L.233-9 », A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 393, n° 67. Ainsi, « les sociétés qui souhaiteraient que les déclarations de seuils statutaires soient effectuées selon le calcul intégrant les assimilations, devront, dans la clause *ad hoc* de leurs statuts, renvoyer à cet article L.233-9, dans la mesure où un tel renvoi ne se présume pas », F. PELTIER et C. MAISON-BLANCHE, « Déclarations de franchissement de seuils – les solutions françaises en matière de transparence sur la détention de contrats financiers dérivés », *JCP E* 2009, 1509, p. 19.

l'influence qu'ils permettent d'exercer sur la gestion de l'émetteur par le biais du droit politique qui y est associé. La mesure de l'influence qu'un investisseur paraît à même d'exercer dans la société ne peut se limiter à la détermination des actions dont il est titulaire en pleine propriété. C'est précisément la réalité du pouvoir conféré par différents types d'instruments financiers que cherche à déterminer la discipline juridique des assimilations. Le dispositif en matière de franchissements de seuils, simple dans son principe, est ainsi compliqué par la présence des différentes hypothèses d'assimilations et d'exclusions, dont disposent respectivement les I et II de l'article L.233-9 du Code de commerce.

570. Dans le cadre de ce travail, l'étude des assimilations¹ cherche simplement à rendre compte de la préoccupation centrale qui sous-tend le dispositif consistant à permettre la juste détermination de la puissance de vote des personnes susceptibles d'avoir une influence sur la gestion de la société². C'est cette même préoccupation qui fonde les différentes exclusions, qui recouvrent des hypothèses dans lesquelles les titres à exclure n'ont pas vocation à intégrer la puissance de vote du déclarant en ce qu'il n'est pas en mesure d'en orienter l'exercice.

Alors que les assimilations révèlent la réalité de la puissance de vote actuelle ou potentielle que détient le déclarant (A), les exclusions limitent le champ de l'obligation aux capacités réelles dont dispose l'investisseur pour exercer une influence sur la société (B).

A. Les assimilations

571. Avec les assimilations, le droit des instruments financiers précise l'objet de l'obligation d'information afin de déterminer l'influence réelle du déclarant sur l'émetteur. La discipline juridique des assimilations implique ainsi de penser, au-delà de la situation « normale » dans laquelle le déclarant détient les actions en pleine propriété, les diverses situations qui permettent d'appréhender son influence réelle. Les situations visées sont variées et leur synthèse s'avère complexe. Il s'agit en effet de réduire à des rapports juridiques types cette donnée éminemment factuelle et concrète qu'est celle de l'influence réelle dont dispose le déclarant. Il faut ainsi s'écarter de la détermination du pouvoir qui conduit à réduire l'influence à la hauteur des droits de vote attachés aux parts sociales ou actions dont une

¹ Un examen approfondi de toutes les assimilations et exclusions qui résultent de l'article L.233-9 Ccom. et de l'ensemble des difficultés d'application qu'elles soulèvent n'est pas l'objet de ce travail. Pour une présentation d'ensemble, P.-H. CONAC, *Rép. Sociétés*, V° « Franchissement de seuils ».

² Selon les termes d'un auteur, « l'objectif poursuivi par le législateur (européen comme national) est clair et louable : faire en sorte que l'on puisse mesurer, à tout moment et aussi exactement que possible, l'influence effective qu'un actionnaire ou un groupe d'actionnaires exerce sur la société à un moment donné, l'exercerait-il pour une période de temps extrêmement brève, comme ce peut être le cas, notamment, dans la figure de la procuration », H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les « titres assimilés », *RTDF*, n° 3 – 2007, p. 13.

personne a la propriété¹, pour appréhender de façon souple le domaine d'influence du déclarant, seule réalité de nature à modifier la conduite des affaires sociales et, comme telle, de nature à intéresser le marché.

572. Dans le catalogue qu'en fait l'article L.233-9, I du Code de commerce, on peut déceler une progression logique. Les dispositions se succèdent en allant des cas dans lesquels l'influence est exercée de façon indirecte à ceux où elle s'exerce de manière directe sur les droits de vote assimilés. De l'influence du déclarant sur les possesseurs actuels de l'action objet de l'assimilation, le texte passe aux actions qu'il a la faculté d'acquérir, puis à celles sur lesquelles il n'a qu'un droit réel démembré ou suspendu, pour viser enfin les seuls droits de vote qu'il peut exercer librement.

Les évolutions récentes du dispositif rendu encore plus complexe la présentation de la réglementation des assimilations. En effet, outre la logique d'ensemble qui préside à leur énumération, elles doivent répondre à des critères juridiques issus des directives 2004/109/CE et 2007/14/CE qui permettent de déterminer en creux les catégories d'instruments dérivés qui doivent, au contraire, faire l'objet d'une déclaration séparée.

Il convient de présenter en premier lieu le domaine général des assimilations (1). L'assimilation prévue par l'article L.233-9, I, 4° doit en revanche faire l'objet d'une analyse distincte car elle constitue la ligne de partage entre les titres assimilés, inclus au calcul du numérateur, et les instruments financiers dérivés, qui font l'objet d'une déclaration séparée sans intégrer la détermination du seuil générateur de l'obligation (2).

1. Le domaine général de l'assimilation : actions et droits de vote assimilés

573. Il résulte de l'ensemble des hypothèses d'assimilation que doit être portée à la connaissance de l'émetteur et du marché un seuil de participation défini de façon composite par la norme juridique. La liste des assimilations cherche à percer l'écran du droit de propriété pour révéler l'influence réelle du déclarant.

Les trois premiers cas d'assimilations tendent à préciser l'influence du déclarant sur les possesseurs actuels de l'action objet de l'assimilation que sont intermédiaires, sociétés contrôlées et concertistes (a) ; ceux prévues aux 5° et 6° de l'article L.233-9, I assimilent aux actions du déclarant celles sur lesquelles il n'a qu'un droit réel démembré ou suspendu (b) alors que les 7° et 8° assimilent les droits de vote qu'il est à même d'exercer librement (c).

¹ Le pouvoir de l'actionnaire peut faire l'objet d'une détermination générale et abstraite, ce qui implique ici de bien le distinguer du contrôle, relatif et concret, qui repose sur une appréciation de la position de domination d'un actionnaire à l'égard des autres, et peut ainsi résulter d'une appréciation en fait, tel que le précise l'article L.233-3, I, 3° Ccom., qui caractérise le contrôle lorsqu'une société « détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales ».

a. L'assimilation par interposition de personnes : l'influence du déclarant sur les possesseurs actuels d'actions

574. Sont assimilées aux actions du déclarant celles possédées par d'autres personnes, pour son compte, à l'instar de celles possédées par une société qu'il contrôle. C'est l'objet des 1° et 2° de l'article L.233-9, I. Le mécanisme de l'interposition de personne¹ ou l'exercice du contrôle² traduisent nettement une influence qui, quoique indirecte au plan patrimonial, ne fait aucun doute lorsqu'il s'agit de déterminer qui exerce le pouvoir de décision que confère l'action. L'assimilation des actions détenues par les sociétés que contrôle le déclarant à celles qu'il possède apparaît alors comme un mode de détermination du débiteur de l'obligation déclarative qui sert ainsi de pendant à l'exemption dont bénéficient les sociétés contrôlées, qu'énonce l'article L.233-7, V, 2° du Code de commerce³.
575. Toute aussi intuitive apparaît l'assimilation liée à l'existence d'une éventuelle action de concert qui résulte du 3° de l'article L.233-9, I. C'est précisément l'effet de l'action de

¹ Le champ de cette assimilation a prêté à discussion. Ainsi, selon un auteur, « [c]e peut être un prête-nom, mais pas nécessairement. La simulation n'est pas la seule hypothèse. L'interposition de personnes peut résulter d'un mandat de gestion. Elle peut aussi procéder d'un portage, sauf dans l'hypothèse où l'opération de portage a pour finalité de permettre à un créancier de détenir les actions pour sûreté de sa créance à l'encontre d'un actionnaire, donc pour son propre compte », D. OHL, *op. cit.*, n° 115, p. 77. Il ne fait en effet pas de doute que dans cette dernière hypothèse, le porteur agira dans un sens conforme à ses propres intérêts sans être soumis à l'influence de son débiteur dont les actions garantissent la dette. *Contra* : R. KADDOUCH, « La déclaration de franchissement de seuils : un exemple de transparence en matière boursière », *RDBF* janv.-févr. 2005, p. 55, pour qui « l'expression [pour le compte de cette personne] employée par l'article L.233-9 doit être entendue dans son sens juridique et non économique, ce qui exclut la prise en compte de la convention de portage ». Cette dernière analyse est rigoureuse mais contrevient sans doute à la finalité du dispositif. Quoique, juridiquement, le porteur apparaisse comme le propriétaire des actions dans le cadre d'exécution de la convention, il est clair que la mise en œuvre des prérogatives qu'il exerce sur les titres est subordonnée à l'objectif de bénéficiaire de la promesse de rétrocession, c'est-à-dire l'actionnaire initial. Le problème paraît aujourd'hui résolu sur la base de la nouvelle assimilation prévue à l'article L.233-9, I, 6°, sur laquelle, cf. *infra*, n° 581 et s.

² L'article 33, 1 de la loi Breton du 26 juillet 2005 a modifié l'article L.233-3, I, en y ajoutant un 4° aux termes duquel une société est considérée comme en contrôlant une autre « lorsqu'elle est associée ou actionnaire de cette société et dispose du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de cette société ». Est ainsi introduite une nouvelle hypothèse de détermination du contrôle qui reprend celle d'entreprise contrôlée, donnée à l'article 2, paragraphe 1, f), ii) de la directive 2004/109/CE.

³ Sur les difficultés pratiques de détermination des sociétés tenues à l'obligation de déclaration dans l'hypothèse d'une filiale commune ou d'un contrôle conjoint sur la société dont la participation fait l'objet de l'assimilation, et la nécessaire conciliation de l'assimilation avec la définition du contrôle telle qu'elle résulte de l'article L.233-3 Ccom., M. DUBERTRET, « Filiale commune et franchissement de seuils », *RTDF* n° 1/2 - 2009, p. 66 et s. Au terme de sa démonstration, l'auteur conclut que, dans l'hypothèse d'une société détenue de manière égalitaire par deux autres, il n'existe pas de contrôle donnant lieu à assimilation : « les deux sociétés « mères » de la filiale commune ne voient jouer à leur charge aucun cas d'assimilation qui les obligerait à consolider les participations de la filiale à leur niveau et entraînerait une multiplication des déclarations de franchissement de seuils à la hausse et à la baisse selon leurs mouvements combinés. (...) En présence d'une filiale commune, les déclarations de franchissement de seuils se feront donc à son niveau, puisqu'elle n'est pas contrôlée au sens de l'article L.233-7, V, 2° Ccom. Cette conclusion permet d'éviter tout double comptage et tout amalgame entre des droits sociaux qui n'auront pas nécessairement le même comportement lors des différentes assemblées. Le marché y gagne une vision plus claire des intérêts en présence », p. 68.

concert¹ que de conduire à amalgamer les participations de différents actionnaires du fait de la mise en œuvre commune de leur puissance de vote qui résulte de la finalité de l'action commune².

576. Dans ces trois hypothèses, le déclarant n'est pas en possession des titres assimilés et n'exerce aucun droit sur les titres en question. Ce sont les relations juridiques qu'il entretient avec leur véritable possesseur qui constituent le fondement de l'assimilation en tant que ces relations révèlent de façon peu discutable une influence suffisamment forte sur les décisions du possesseur actuel du titre assimilé. Dans le domaine de l'action de concert, il s'agit toutefois d'une influence réciproque qui s'exerce entre les concertistes, au point que l'influence sur la gestion de la société est appréciée à l'aune du projet commun qui les anime³.

b. La propriété démembrée ou temporairement suspendue

577. Dans les hypothèses visées aux 5° et 6° de l'article L.233-9, I du Code de commerce⁴, l'assimilation s'applique à des actions sur lesquelles le déclarant n'exerce pas la plénitude des prérogatives qu'elles confèrent. Cette amputation procède de deux situations différentes. Dans un cas, le déclarant n'est que l'usufruitier des actions assimilées ; dans l'autre, il en a temporairement transmis la propriété à un tiers. Il apparaît que ces deux types d'actions sont de nature à accroître l'influence du déclarant au sein de l'émetteur.

578. En effet, l'interprétation que donne aujourd'hui la jurisprudence des articles 1844, alinéa 3 du Code civil et L.225-110, alinéa premier du Code de commerce, dispositions toutes deux supplétives, autorise nu-proprétaire et usufruitier à attribuer l'exercice du droit de vote à ce dernier en toute hypothèse⁵. Ainsi, la qualité d'usufruitier ne laisse nullement ce dernier dans l'impossibilité d'influer sur la stratégie de la société⁶. Au contraire, compte tenu du nécessaire respect de ses prérogatives sur le fondement du droit des biens⁷, la jurisprudence considère

¹ L'assimilation apparaît alors comme la contrepartie du lien de solidarité qu'instaure l'article L.233-10, III Ccom.

² Sur la spécificité de cette assimilation, v. la démonstration de F. MARTIN-LAPRADE, *op. cit.*, n° 196 et s., p. 138.

³ Cf. *infra*, n° 647 et s.

⁴ Ces assimilations transposent respectivement les d) et b) de l'article 10 de la directive 2004/109/CE.

⁵ Com., 22 février 2005, *Rev. soc.* 2005, p. 353, note P. LE CANNU ; *JCP G* 2005, I, 156, obs. J.-J. CAUSSAIN, F. DEBOISSY, G. WICKER ; solution reprise par Com., 2 décembre 2008 : *D.* 2009, p. 780, note B. DONDERO ; *ibid.* AJ. 12, obs. A. LIENHARD ; *Banque & Droit* janv.-févr. 2009, p. 49, obs. M. STORCK ; *RJDA* 2009, n° 231 ; *Bull. Joly* 2009, p. 116, note T. REVET ; *RTD com.* 2009, p. 167, obs. M.-H. MONSÉRIÉ-BON ; *Rev. soc.* 2009, p. 83, note P. LE CANNU ; *JCP E* 2009, 1450, note A. RABREAU ; *RLDA* 2009, n° 37, p. 10, obs. N. BORGA ; *RJ com.* 2009, p. 27, obs. C. GINESTET ; *Dr. et patr.* mai 2009, p. 102, obs. D. PORACCHIA.

⁶ D. OHL, *op. cit.*, n° 115, p. 79 : « Ainsi, quelle que soit la nature des droits reconnus à l'usufruitier, quelle que soit l'évolution de la jurisprudence, (...) sur la possibilité de priver ou non l'usufruitier de tout droit de vote, l'assimilation doit jouer et l'usufruitier est tenu à déclaration tout comme le nu-proprétaire ».

⁷ Encore que l'on puisse se demander si l'usufruitier n'est pas désormais envisagé comme un véritable associé, l'arrêt précité de la chambre commerciale du 2 décembre 2008 ayant admis dans son principe, sans en faire

que, si nu-proprétaire et usufruitier peuvent convenir de conférer à ce dernier le droit de vote en toute hypothèse, il n'est en revanche pas admis de priver l'usufruitier du droit de voter aux décisions concernant les bénéficiaires¹. Il existe ainsi un domaine incompressible dans lequel seul l'usufruitier est en mesure d'exercer une influence sur les décisions sociales.

579. Une précision supplémentaire doit être apportée. L'assimilation, en raison de la généralité de sa rédaction, soumet l'usufruitier d'actions de préférence démunies du droit de vote « à la même contrainte de déclaration que si les actions étaient assorties du droit de vote »², ce qui va au-delà de ce qui est nécessaire à la réalisation du but recherché. Le respect à la lettre de l'article 10 d) de la directive 2004/109/CE³ aurait conduit à limiter l'assimilation des actions détenues en usufruit à l'hypothèse dans laquelle celles-ci auraient été assorties de droits de vote. En résumé, le texte français prévoit trop, en imposant à l'usufruitier de déclarer des actions éventuellement dépourvues de droit de vote.
580. C'est alors la situation du nu-proprétaire qui peut être évoquée sous l'angle de la déclaration en droits de vote. Est-il juste de faire peser sur lui la déclaration⁴ dans l'hypothèse où le droit de vote appartient exclusivement à l'usufruitier, son droit résiduel de participation aux décisions collectives n'ayant aucune incidence directe sur la prise de décision ? Ne pourrait-on pas, en pareille hypothèse, exclure la double comptabilisation qui résulte de la déclaration imposée séparément au nu-proprétaire et à l'usufruitier ? Pourrait être ajouté à l'article L.233-7, IV, une exclusion en cas de démembrement de la propriété des actions au titre desquels le nu-proprétaire n'exerce pas le droit de vote. C'est sans doute la portée d'une telle innovation qui freine le législateur. D'un point de vue théorique, il s'agirait d'une consécration indirecte de la jurisprudence évoquée selon laquelle, lorsque des parts sociales ou actions sont démembrées, le nu-proprétaire peut être privé de son droit de vote, sous la

application en l'espèce qu'il puisse être tenu responsable des conséquences d'un éventuel abus de majorité, à l'égard d'une hypothèse qui, par excellence, aurait pu être assimilée à un abus de jouissance de la part d'un usufruitier puisqu'il s'agissait d'une décision relative à la fusion par absorption de la société.

¹ Com., 31 mars 2004, *Bull. civ.* IV, n° 70 ; *D.* 2004. AJ. 1167, obs. A. LIENHARD ; *Gaz. Pal.* 2004, p.1887, avis J. LAFORTUNE ; *JCP E* 2004, 1629, n° 42, obs. CAUSSAIN, DEBOISSY et WICKER ; *Dr. et patr.* Juill.-août 2004, p. 110, obs. D. PORACCHIA ; *Rev. soc.* 2004, p. 317, note P. LE CANNU ; *RTD civ.* 2004, p. 318, obs. T. REVET ; *LPA* 25 oct.2004, p.5, note R. KADDOUCH ; *Deffrénois* 2005, p. 505, note D. FIORINA ; *ibid.* p. 896, note J. HONORAT.

² H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les « titres assimilés », préc., p.15.

³ Ce texte fait en effet référence aux « droits de vote attachés aux actions dont cette personne a l'usufruit ».

⁴ Toutefois, il va sans dire, bien que les textes ne le précisent pas, que les actions détenues en nue propriété par le déclarant relèvent non pas de la discipline juridique des assimilations mais de la règle posée par l'article L.233-7, I Ccom. Les actions détenues en nue-proprété peuvent en effet permettre l'exercice du droit de vote par le nu-proprétaire selon que la répartition opérée entre usufruitier et nu-proprétaire s'est réalisée conformément aux règles supplétives précitées. Il résulte en effet de l'article L.225-110, alinéa premier, que le droit de vote aux assemblées générales extraordinaires appartient au nu-proprétaire. Supposons alors que les parties aient convenu de s'en tenir à cette répartition. Le nu-proprétaire influera sur des décisions stratégiques essentielles pour l'émetteur, telle qu'une augmentation de capital, en vertu de l'article L.225-129 Ccom. (on exclut ainsi l'hypothèse visée à l'article L.225-130 Ccom., dans laquelle l'augmentation de capital réalisée par incorporation des réserves doit être décidée selon l'article L.225-98 par une assemblée générale ordinaire). De pareilles décisions sont, certainement, d'une importance de nature à déterminer l'appréciation de la valeur des instruments financiers émis par l'émetteur.

réserve de son droit de participer aux décisions collectives reconnu par l'article 1844, alinéa premier du Code civil¹. Cette règle viendrait, en somme, préciser dans un sens certes conforme à la jurisprudence, la portée de la répartition supplétive inscrite à l'article 1844, alinéa 3 du Code civil. D'un point de vue pratique, cette exclusion présenterait toutefois un caractère contingent aux stipulations statutaires répartissant l'exercice du droit de vote entre usufruitier et nu-propiétaire. Enfin, ce serait méconnaître que si, formellement, il ne revient pas au nu-propiétaire de voter, ce droit peut être exercé par l'usufruitier dans son intérêt. La double comptabilisation en la matière conduit ainsi à inclure au titre de la puissance du vote du nu-propiétaire les actions dont il a la nue-propiété pour des raisons de simplicité qu'il convient d'approuver dans l'incertitude où l'on se trouve de connaître les stipulations statutaires et de déterminer *a priori* la teneur des relations entre usufruitier et nu-propiétaire.

581. Des raisons analogues fondent le choix de la double comptabilisation en relation aux actions ou droits de vote cédés à un tiers en vertu d'un accord temporaire que vise l'article L.233-9, I, 6^o², qui forment un autre cas d'assimilation dans lequel le déclarant se trouve privé de tout droit sur les actions, mais de manière seulement temporaire. Ainsi que le remarque un auteur, cette assimilation permet de mesurer l'exposition économique réelle de l'investisseur car « *un actionnaire titulaire de 15% du capital dont 10% lui ont été prêtés par des établissements financiers n'a pas la même crédibilité qu'un actionnaire qui détient personnellement les 15%* »³. Les hypothèses couvertes tiennent principalement à celles que le Code monétaire et financier désigne comme des « *formes particulières de transmission* » de titres financiers dont dispose son Livre II⁴. Il s'agit plus spécialement des opérations de prêts de titres⁵ et de pension⁶. Ces deux hypothèses ont ainsi le même effet translatif de propriété. La pension repose sur une cession en pleine propriété alors qu'aux termes de l'article 1893 du Code civil, par l'effet du prêt de consommation, « *l'emprunteur devient le propriétaire de la chose*

¹ Com. 22 février 2005, préc. et Com., 2 décembre 2008, préc.

² Là où le texte communautaire évoque « un transfert temporaire à titre onéreux des droits de vote », la disposition interne se réfère à « un accord de cession temporaire », qui exprime la même exigence d'une opération conclue à titre onéreux.

³ A. VIANDIER, « La réforme des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 », *JCP E* 2009, 1248, n° 25.

⁴ Un auteur évoque « la fiducie, si le constituant est le bénéficiaire du contrat de fiducie-gestion, lequel constitue par ailleurs, selon toute vraisemblance, une action de concert », H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les titres assimilés », préc., p. 15, note 22. Un tel détour serait pertinent dans le silence de la loi concernant l'hypothèse spécifique de la fiducie. On pourrait alors y voir une hypothèse d'un accord de cession temporaire compte tenu de l'effet translatif attaché au mécanisme. On a vu toutefois que la fiducie est désormais une hypothèse d'action de concert lorsque constituant et bénéficiaire sont une même personne. Ainsi, en pareille hypothèse, il convient de se référer à l'assimilation prévue à l'article L.233-9, I, 3°.

⁵ Article L.211-22 à L.211-26 COMOFI.

⁶ La pension, régie par les articles L.211-27 à L.211-34 COMOFI, est définie à l'article L.211-27 comme : « l'opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement, à un fonds de placement immobilier ou à un fonds commun de titrisation, moyennant un prix convenu, des titres financiers et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les titres, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus ».

prêtée »¹. Il convient en effet de donner une acception large au terme « *cession* » utilisé dans le texte de l'assimilation en raison du qualificatif « *temporaire* » qui lui est associé². En effet, pension et prêt de consommation de titres constituent des actes translatifs de propriété, même si leur cause ne se situe pas dans ledit transfert mais au contraire dans l'obligation de restitution qui pèse sur l'emprunteur³. La logique de l'assimilation apparaît immédiatement, tant à l'égard du titulaire initial de l'action qu'à celui de son cessionnaire temporaire⁴.

582. À la différence du texte de la directive européenne⁵, qui ne fait reposer l'assimilation que sur l'emprunteur, le texte français implique une double comptabilisation des actions transférées, par le prêteur comme par l'emprunteur⁶. Cette solution n'est pas satisfaisante au plan de la cohérence du dispositif. La cession temporaire est envisagée de manière autonome mais suggère que le cessionnaire pourrait agir pour le compte du prêteur, renvoyant à l'assimilation de l'article L.233-9, I, 1°. Elle peut aussi suggérer que la cession serait « *une forme d'action de concert* »⁷. Cela crée une certaine confusion à l'égard des autres assimilations.
583. La double comptabilisation apparaît toutefois nécessaire. En effet, la difficulté provient de ce que l'assimilation s'applique à un déclarant déterminé, dont il est difficile de cerner abstraitement l'intérêt dans la gestion de l'émetteur. Or, le seul élément d'information pertinent pour le marché consisterait à déterminer non le titulaire du droit de vote mais la personne dans l'intérêt de laquelle il est exercé. Selon les cas, le pouvoir de décision revient au prêteur ou à l'emprunteur. D'une part, les titres temporairement détenus peuvent utilement rentrer dans le champ de l'assimilation en soumettant l'emprunteur à l'obligation déclarative car ces titres ont vocation à augmenter la puissance de vote de l'emprunteur durant la période

¹ Original par son objet, ainsi que le précise l'article L.211-22, 1°, le prêt de titres est envisagé comme une variété de prêt de consommation car il est soumis aux dispositions des articles 1892 à 1904 inclus du Code civil en vertu du 2° de la même disposition.

² On peut d'ailleurs se demander si les termes génériques de la directive de « transfert temporaire à titre onéreux » n'auraient pas été préférables au dévoiement de la notion de cession résultant de l'expression employée par le législateur national.

³ Inclus avec le dépôt dans la catégorie des « contrats de restitution », des auteurs énoncent que « le prêt est l'archétype du contrat de crédit : le crédit consenti à l'emprunteur est le temps pendant lequel il peut se servir de la chose prêtée. (...) Il est typiquement un contrat de restitution, puisque l'emprunteur doit rendre la chose à l'expiration du prêt », P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, 5^e éd., Defrénois 2011, n° 905, p. 537.

⁴ « Le prêteur doit « assimiler » à ses propres actions les titres prêtés à un tiers. Or, dans la mesure où le prêt de consommation de titres est translatif de propriété, lesdits titres devront être également comptabilisés – et le cas échéant déclarés – par l'emprunteur (en sa qualité d'actionnaire) et les titres concernés feront l'objet d'une double comptabilisation », F. GRILLIER et H. SEGAIN, « Franchissements de seuils : réglementation applicable et évolutions souhaitables », préc., p. 27.

⁵ Article 10, b) de la directive 2004/109/CE.

⁶ H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les « titres assimilés », préc., p. 15-16 ; H. SEGAIN, « Les franchissements de seuil : évolutions récentes », *RTDF* n° 2-2008, p. 9 : « en pratique, lors de la conclusion du contrat de prêt, le prêteur ne sera pas tenu de déposer une déclaration de franchissement de seuil à la baisse, bien qu'il ait cédé la propriété des titres. Or, dans la mesure où le prêt de consommation de titres est translatif de propriété, lesdits titres devront également être comptabilisés (et le cas échéant déclarés) par l'emprunteur en sa qualité d'actionnaire. Cette assimilation entraîne donc une double comptabilisation, qui de surcroît ne distingue pas entre les actions détenues en propre et celles objet du prêt ».

⁷ H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les « titres assimilés », préc., p. 16.

d'exécution du contrat de cession temporaire. De cette façon, le prêt-emprunt d'actions est « à l'origine d'un de ces cas de « vote vide », parce qu'il supprime le risque de baisse du cours pour l'emprunteur »¹. D'autre part, l'exercice seulement temporaire de ses droits permet d'estimer que l'emprunteur fait un usage de sa puissance de vote probablement conforme aux recommandations du prêteur. En effet, le caractère temporaire du transfert de propriété découle de l'obligation de restitution qui résulte tant de l'article 1902 du Code civil² que de l'article L.211-27 précité du Code monétaire et financier. Si les modalités en sont différentes, s'agissant de promesses croisées dans la pension et d'une obligation de l'emprunteur dans le prêt³, la portée est semblable : l'emprunteur comme l'établissement détenant en pension les titres n'ont pas vocation à s'immiscer dans la gestion de la société. L'actionnaire initial perd la possibilité d'exercer ses droits mais la créance de restitution qui résulte du transfert de propriété peut laisser penser à un public d'investisseurs et d'actionnaires que son influence continue de s'exercer au cours de l'exécution du contrat⁴.

584. En somme, le système de double comptabilisation ne manque pas en soi de pertinence mais ne saurait atteindre l'objectif de déterminer « à qui profite le vote ». La réglementation des opérations de cession temporaire doit en effet tendre à révéler, et ainsi à « prévenir la dissociation entre propriété juridique et propriété économique d'un titre à l'occasion des assemblées générales »⁵. Dans l'impossibilité où l'on se trouve d'établir une règle générale compte tenu de la nature particulière des relations entre prêteur et emprunteur, la double comptabilisation paraît ainsi préférable en dépit de sa lourdeur.
585. De façon plus problématique, c'est l'efficacité même de l'assimilation qui a pu être mise à mal par le délai de déclaration de quatre jours de négociation laissé au déclarant, tant à l'égard de l'AMF que de l'émetteur, lorsque les titres ont été transférés en vertu de l'accord de

¹ C. CLERC, « Prêts de titres et opérations assimilées : la question du vote vide », *RTDF* n° 1-2008, p. 16. C'est posé le problème de l'encadrement de l'*empty voting*, défini par cet auteur comme « l'exercice du droit de vote par un actionnaire qui ne détient pas en réalité d'intérêt économique », p. 15. V. en général sur cette notion, M. THOUCH et T. AMICO, « L'empty voting », *RDBF* n° 5, sept.-oct.2008, ét. 18.

² Aux termes de l'article 1902 du Code civil, « l'emprunteur est tenu de rendre les choses prêtées, en même quantité et qualité, et au terme convenu ».

³ Le prêt est un contrat alors que la pension est une « opération », c'est-à-dire que la finalité poursuivie par les parties suppose la conclusion et l'exécution d'une pluralité de contrats. Il s'agit de la cession initiale des titres à laquelle s'ajoute la promesse croisée de rétrocession et d'achat conclues par les parties. L'inclusion des options d'achat au titre des hypothèses couvertes par l'assimilation fait débat. On conviendra avec un auteur que « ce cas ne vise pas les options d'achat puisqu'il s'agit uniquement d'une promesse dont seul l'exercice entraîne la cession », T. BONNEAU, « La réforme 2005 des franchissements de seuil », *Bull. Joly Bourse*, 2005, p. 694, spéc. n° 19. Dans le même sens, comme l'a remarqué un auteur, « ce cas est à distinguer de celui figurant à l'article L.233-9, I, 4°, relatif aux titres qu'une personne peut acquérir à sa seule initiative, et qui vise essentiellement les promesses unilatérales de vente », F. BUCHER, « Le nouveau dispositif sur les franchissements de seuils après la loi Breton du 26 juillet 2005 », *Bull. Joly* 2005, p. 1307. *Contra*, M. LOY, « La réforme du régime juridique des déclarations de franchissement de seuils... », préc., n° 5.

⁴ On peut ainsi admettre que « la vente à terme d'actions n'est en revanche pas concernée car il n'y a ni possession temporaire des actions par un tiers, ni retour à terme des actions dans le patrimoine du vendeur », H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les titres assimilés », préc., p. 15, note 22.

⁵ *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, Janvier 2008, p. 2.

cession temporaire entre un et six jours avant la tenue de l'assemblée générale. Pour corriger ces imperfections¹, le groupe de place présidé par Yves Mansion a ainsi suggéré d'instituer une obligation de déclaration portant non plus sur le seuil global de participation du déclarant mais sur le pourcentage des droits de vote que confère l'opération de cession temporaire, « *le troisième jour précédant l'assemblée générale à zéro heure, heure de Paris* »². Il s'agit en somme d'assurer la communication au public et à l'émetteur des droits de vote exercés par le cessionnaire temporaire lors de la tenue de l'assemblée, compte tenu du délai de trois jours que se reconnaît l'AMF pour procéder à l'information du marché. La déclaration tardive entraînerait la lourde sanction de la privation automatique de la totalité des droits de vote³, sorte de synthèse entre les alinéas premier et troisième de l'article L.233-14 du Code de commerce⁴. Ces recommandations ont été entendues par le législateur qui les a inscrites dans l'article L.225-126 du Code de commerce lors de l'adoption de la loi de régulation bancaire et financière⁵. Ce cas d'assimilation est aujourd'hui complété par un dispositif d'information propre aux cessions temporaires avant la tenue des assemblées. Selon le nouveau texte, la personne qui détient au titre d'une ou plusieurs opérations de cession temporaire ou lui donnant le droit ou lui faisant obligation de revendre les actions ainsi détenues au cédant, doit informer la société et l'Autorité des marchés financiers au plus tard le troisième jour ouvré précédant l'assemblée dès lors que les actions représentent plus de deux centièmes des droits de vote.

Les conditions de mise en œuvre de cette disposition doivent être évoquées dans le développement suivant car son extension devrait certainement être envisagée pour assurer l'efficacité de l'assimilation liée à l'exercice du vote par procuration.

¹ Sur les initiatives prises au Royaume-Uni en ce sens, voir C. CLERC, « Prêts de titres et opérations assimilées : la question du vote vide », *RTDF* n° 1-2008, p. 16-17.

² *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, Janvier 2008, p. 10.

³ *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, Janvier 2008, p. 10-11.

⁴ Doit par ailleurs être approuvé le critère chronologique d'application de la sanction retenu dans le *Rapport Mansion* selon lequel « la suspension des droits de vote ne concernerait que les actions acquises dans un certain délai précédant l'assemblée générale » (p. 13), le critère intentionnel apparaissant « trop délicat à mettre en œuvre » (*ibid.*).

⁵ Sur ce nouveau dispositif, C. MAISON-BLANCHE et A. BARAT, « La nouvelle obligation de transparence sur les opérations de détentions temporaires avant la tenue des assemblées : Réflexions préliminaires », *RTDF* n° 1/2 – 2011, p. 80.

c. L'assimilation fondée sur l'exercice des droits de vote : la séparation du titre et du droit politique

586. Les assimilations définies par les 7° et 8° de l'article L.233-9, I du Code de commerce¹ visent directement des hypothèses dans lesquelles le déclarant est à même d'exercer le droit de vote attaché à des actions qui ne lui appartiennent pas. Ici, l'assimilation procède de la prise en compte des titres sur lesquels le déclarant dispose du libre exercice du droit de vote, soit que les actions aient été déposées auprès du déclarant, soit que les droits de vote puissent être librement exercés en vertu d'une procuration². L'exercice du droit de vote qui en résulte doit être assimilé à celui dont le déclarant dispose déjà du fait des actions qui peuvent être en sa possession. C'est la possibilité d'exercice direct du droit de vote qui détermine ici l'assimilation.
587. Suite à son introduction par la loi du 26 juillet 2005³, un auteur a toutefois souligné, au sujet de l'assimilation visée à l'article L.233-9, I, 7° concernant les situations dans lesquelles le déclarant se trouve être dépositaire des titres, qu'elle est sans application en France, du fait qu'en droit français, « *le dépositaire ordinaire de titres de capital n'est en effet pas habilité à exercer les droits de vote qui y sont attachés* »⁴. En effet, il ne s'agit pas de l'hypothèse d'un dépôt irrégulier opérant un transfert de propriété au profit du dépositaire, mais d'un dépôt ordinaire en vertu duquel le déposant demeure propriétaire. Dans le dépôt irrégulier⁵, la restitution de la chose non individualisée ne s'opère pas en nature, par exception à l'obligation de restitution en nature qui pèse sur le dépositaire par application de l'article 1932, alinéa premier du Code civil⁶. S'agissant d'actions, choses de genres individualisées lors de leur remise au dépositaire, le dépôt est certainement régulier⁷ et, soumettant le dépositaire à une obligation de restitution en nature. Celui-ci n'a, dès lors, aucun pouvoir de disposition sur la chose⁸. L'exercice du droit de vote est ainsi exclu⁹.

¹ Résultant de la transposition en droit français des f) et h) de l'article 10 de la directive 2004/109/CE.

² H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les « titres assimilés », préc., p. 15 : « On comprend bien l'esprit de la loi, qui est de contraindre celui qui fait « campagne » pour recueillir de tels pouvoirs à se déclarer à la hausse pour révéler son influence. Peu importe, d'ailleurs, qu'il y ait campagne ou non : celui qui vote librement tant en son nom qu'en qualité de mandataire, exerce une influence qui peut dépasser, et de loin, celle qui découle des actions qu'il possède ».

³ Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie.

⁴ H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les « titres assimilés », préc., p. 14. Dans le même sens, F. BUCHER, « Le nouveau dispositif sur les franchissements de seuils après la loi Breton du 26 juillet 2005, *Bull. Joly*, 2005, p.1312 : « Il semble que ce cas soit amené à rester très théorique en France, dès lors qu'en principe, l'établissement chargé de gérer les titres ne dispose pas des droits de vote ».

⁵ Sur lequel, P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *op. cit.*, n° 886, p. 523.

⁶ « Le dépositaire doit rendre identiquement la chose même qu'il a reçue ».

⁷ Sur le dépôt de valeurs mobilières, P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *op. cit.*, n° 881, p. 521.

⁸ En ce sens, Com. 12 janvier 1999, *Bull. civ. IV*, n° 7 ; *JCP G* 1999, II, 10070, note B. PETIT ; *D.* 2000, p. 239, note D. FIORINA, ayant refusé de reconnaître la gestion d'affaires dont se réclamait une banque dont la responsabilité fut engagée pour avoir cédé les titres déposés par son client sans mandat.

⁹ En ce sens, T. BONNEAU, « La réforme 2005 des franchissements de seuils », préc., n° 19.

588. Bien au contraire, l'assimilation portant sur les droits pouvant être librement exercés en vertu d'une procuration paraît d'une portée considérable¹. Elle constitue « *un changement important pour le droit français. En effet, la personne qui est tenue de faire la déclaration n'est pas propriétaire ou titulaire d'un droit réel sur les actions alors que jusqu'à présent, sauf pour les produits dérivés, les deux qualités étaient toujours liées* »². Son application est source de bien des incertitudes. Si, conformément à l'article 8, paragraphe 2 de la directive 2007/14/CE, la notification doit intervenir, pour le mandant, au moment où il remet la procuration et, pour le mandataire, lorsqu'il la reçoit³, la période ainsi couverte est généralement brève car « *les pouvoirs sont aujourd'hui donnés pour les besoins de la tenue d'une assemblée, et non pour une période de temps beaucoup plus longue* »⁴.
589. Il en résulte alors un double problème, l'un de pertinence de l'information ainsi communiquée, l'autre de mise en œuvre de la sanction liée à l'absence d'assimilation. Avec la déclaration de franchissement de seuil liée à l'existence d'une procuration, « *[o]n porte à la connaissance du marché une information qui semble s'inscrire dans la durée (je dispose désormais de x% des droits de vote), alors qu'on en jouira à un moment donné, pour la durée d'une assemblée* »⁵. À cela s'ajoute l'appréciation négative de l'ANSA, estimant cette assimilation « *illogique et redondante* » car « *l'actionnaire mandant, propriétaire des actions, est tenu de faire les déclarations de franchissement de seuils* »⁶.
590. Ces critiques ne paraissent nullement décisives. Le caractère temporaire et probablement fort bref de la procuration est tout à fait indifférent à l'objectif recherché qui consiste à révéler au marché l'influence dont dispose le déclarant. Ayant pour objet premier la puissance de vote, la discipline juridique des franchissements de seuils est amenée à jouer un rôle clé tout spécialement dans les jours qui précèdent l'assemblée pour éclairer les actionnaires sur la répartition des droits de vote. Dès lors qu'elles précèdent l'assemblée, et alors même que leur

¹ Contre l'application de ce cas d'assimilation à l'hypothèse des pouvoirs « en blanc » conférés au président de l'assemblée générale, D. OHL, *op. cit.*, n° 115, p. 80 : « Cette situation ne paraît pas correspondre au présent cas d'assimilation, qui ne vise à ajouter aux droits de vote détenus en propre, que les seuls droits de vote dont il est permis d'user dans le sens que l'on souhaite, ce qui implique une faculté de voter, en fonction d'une appréciation au cas par cas, pour ou contre chacun des projets de résolution ».

² P.-H. CONAC, « L'incidence de la directive 2007/14/CE du 8 mars 2007 en matière de franchissement de seuils », *RTDF* n° 3-2007, p. 9.

³ L'article 8, paragraphe 2 retient toutefois qu'il peut être procédé à une notification unique « effectuée au moment de la remise de la procuration, pour autant que celle-ci explique clairement quelle sera la situation résultant de cette opération en termes de droits de vote, lorsque le mandataire ne pourra plus exercer les droits de vote comme il l'entend ». L'alinéa 2 ouvre la même possibilité dans l'hypothèse où le mandataire s'est vu remettre plusieurs procurations. Sur la nécessité de connaître le mandant, voir les recommandations du CESR/45-407, juin 2005, n°172 et s. Il a ainsi été affirmé que « [l]a volonté du législateur étant qu'une véritable transparence soit établie, c'est cependant l'actionnaire réel qui doit être connu et que le prête-nom doit donc déclarer l'identité de celui pour le compte duquel il détient ostensiblement les titres », F. MARTIN-LAPRADE, *op. cit.*, n° 179, p. 130.

⁴ H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les « titres assimilés », préc., p. 15.

⁵ H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les « titres assimilés », préc., p. 15.

⁶ Cité par M. LOY, « La réforme juridique des déclarations de franchissement de seuils... », préc., n° 7.

déclaration surviendrait juste avant, les procurations conférées apportent un éclairage bienvenu au marché sur la répartition du pouvoir de décision entre actionnaires.

591. Le second problème, plus préoccupant aux fins de l'efficacité du dispositif, rejoint celui évoqué plus haut au sujet de l'assimilation des actions et droits de vote résultant d'un accord de cession temporaire. Le délai de notification imposé par l'article 223-14, I du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ne peut aujourd'hui excéder quatre jours¹. Il faut y ajouter le délai de trois jours de négociation dans lequel le régulateur porte la déclaration à la connaissance du public, imposé par l'article 223-14, V. Le décalage entre la déclaration faite et sa transmission au marché peut ainsi aller jusqu'à sept jours de négociation². Or, dans l'hypothèse d'une « procuration de dernière minute », reçue la veille ou l'avant-veille de la tenue de l'assemblée, il a été observé que « *le bureau de l'assemblée ne pourra pas priver les actions du droit de vote, puisque le défaut de déclaration n'aura encore rien d'avéré* »³.
592. Ce problème a, ainsi qu'il a été vu, été résolu de façon simple par la loi de régulation bancaire et financière à l'article L.225-126 du Code de commerce. La difficulté tient à ce que ce texte a été élaboré suite à un rapport dont la réflexion était circonscrite aux hypothèses de prêts-emprunts de titres pendant les périodes d'assemblée⁴. La disposition nouvelle ne s'applique donc qu'aux accords de cessions temporaires portant sur des actions, non les procurations. En relation à ces dernières, les mêmes maux devant trouver les mêmes remèdes et pour éviter pareil contournement, il paraît nécessaire de priver d'effet la procuration qui n'aurait pas été délivrée au moins trois jours de négociation avant la tenue de l'assemblée pour laquelle elle a été donnée. Une telle menace impose que la déclaration de franchissement de seuil soit réalisée antérieurement à la tenue de l'assemblée, si le déclarant entend en tirer l'effet attendu. C'est ainsi le système introduit par l'article L.225-126 qui devrait être étendu pour éviter un contournement de l'assimilation.
593. Le dispositif qui devrait être étendu aux procurations est le suivant. Selon l'article L.225-126, II, le défaut d'information de l'Autorité des marchés financiers dans le délai prévu emporte privation des droits de vote jusqu'à la revente ou la restitution des actions en cause. En somme, le législateur a procédé à une extension de la sanction d'un défaut de déclaration de

¹ Délai résultant de l'article 12, paragraphe 2 de la directive 2004/109/CE.

² À la différence de l'article 8, paragraphe 2 de la directive 2007/14/CE, qui prévoit que la notification unique doit être effectuée « au moment de la remise de la procuration », l'article 223-15 RG AMF qui transpose cette disposition ne comporte pas une telle précision, de nature à réduire le délai de communication au marché du franchissement de seuil à celui que se donne l'AMF, soit trois jours.

³ H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les « titres assimilés », préc., p. 13. Ainsi, « dans l'hypothèse où la procuration ne serait reçue par le mandataire que quelques jours avant la date de l'assemblée, les délais (...) de déclaration de franchissement de seuils peuvent rendre l'obligation de déclaration inefficace, puisqu'elle pourrait n'être effectuée alors qu'après la date de l'assemblée », H.SEGAIN, « Les franchissements de seuil : évolutions récentes », préc., p. 10.

⁴ *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires*, préc.

franchissement de seuil¹, adaptée à la difficulté de détecter de manière anticipée les procurations de vote comme les prêts de titre pour assurer l'effectivité de l'assimilation. Cette effectivité est encore renforcée par le seuil déclaratif fixé à 2%, qui suppose automatique une information de l'AMF, avant même toute déclaration de franchissement de l'un des seuils légaux énoncés à l'article L.233-7, I.

594. N'est-ce pas là introduire un élément de rigueur supplémentaire dans l'organisation des votes aux assemblées générales, susceptible de conférer aux actionnaires de contrôle et aux dirigeants en place les moyens de prévenir une fronde amorcée par un actionnaire investi de plusieurs mandats ? À quoi l'on pourra répondre qu'il est dans la logique même des obligations déclaratives de franchissement de seuils de rendre les actionnaires transparents au marché, mais aussi à l'émetteur et donc à sa direction.

2. Le partage entre assimilation et information séparée : la prise en compte des instruments dérivés

595. Un facteur singulier de complication du dispositif provient de la définition du contenu d'une éventuelle déclaration séparée à réaliser à l'occasion du franchissement d'un seuil. Il s'agit en quelque sorte de l'accessoire de la déclaration de franchissement de seuil proprement dite en ce qu'elle n'est due que lors du franchissement d'un seuil, déterminé à partir du nombre d'actions que possède le déclarant et des titres qui y sont éventuellement assimilés. La déclaration séparée a donc le même fait générateur que l'obligation de déclaration liée au franchissement de seuil mais elle porte sur un objet différent. L'article L.233-7, I, alinéa 3 du Code de commerce énonce en effet les éventuelles précisions additionnelles que doit comporter la déclaration proprement dite².

596. Le texte procède à une énumération des éléments sur lesquels doit porter l'information séparée à laquelle est tenue la personne soumise à l'obligation de déclaration³. Sont désormais visés : « a) le nombre de titres qu'elle possède donnant accès à terme aux actions à émettre et les droits de vote qui y seront attachés ; b) les actions déjà émises que cette personne peut acquérir, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L.211-1 du code monétaire et financier, sans préjudice des dispositions du 4° du I de l'article L.233-9 du

¹ Il s'agit de la privation des droits de vote qu'édicte l'article L.233-14, al.1^{er} Ccom., sur laquelle, cf. *infra*, n° 713 et s.

² Cette disposition a été récemment modifiée par l'article 2 de l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009. Antérieurement, l'article L.233-7, I, alinéa 3, énonçait simplement que « la personne tenue à l'information prévue au premier alinéa précise le nombre de titres qu'elle possède donnant accès à terme au capital ainsi que les droits de vote qui y sont attachés ».

³ « Une telle déclaration, qui comprend notamment les produits dérivés, permet de mieux apprécier les risques pris par les actionnaires en regard du capital de l'émetteur », M. GERMAIN et V. MAGNIER, *Traité de droit des affaires – Les sociétés commerciales*, t. 2, 20^e éd., L.G.D.J. 2011, n° 2235, p. 997.

présent code. Il en est de même pour les droits de vote que cette personne peut acquérir dans les mêmes conditions ; c) les actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier mentionné à l'article L.211-1 du Code monétaire et financier, réglé exclusivement en espèces et ayant pour cette personne un effet économique similaire à la possession desdites actions. Il en va de même pour les droits de vote sur lesquels porte dans les mêmes conditions tout accord ou instrument financier ».

597. Les différents éléments susceptibles de figurer au titre de l'information séparée constituent un contrepoint à l'assimilation à laquelle procède l'article L.233-9, I, 4°. Il s'agit des actions déjà émises ou des droits de vote que le déclarant « *est en droit d'acquérir à sa seule initiative, immédiatement ou à terme, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L.211-1 du Code monétaire et financier* »¹.
598. Les directives européennes étaient d'un faible secours pour déterminer la ligne de partage entre information séparée et assimilation des instruments financiers dérivés. L'article 13 de la directive cadre 2004/109/CE a été rédigé en termes fort généraux que l'article 11 de la directive d'application 2007/14/CE se contente de préciser sans évoquer la possibilité d'une information double. Le rapport *Field* a d'ailleurs remarqué que la directive transparence se prêtait à une double lecture laissant aux Etats membres toute latitude quant à l'adoption d'un système d'assimilation ou d'information séparée². La proposition de directive du 25 octobre 2011 modifiant la directive transparence et sa directive d'application invite à procéder à une assimilation.

En l'état du droit français, l'articulation du domaine de l'information séparée avec celui de l'assimilation précitée qui a été retenue en droit interne est subtile et résulte d'une soigneuse pondération de ce que doivent être leurs domaines respectifs. Dans leurs formulations actuelles, elles résultent respectivement des articles 2 et 3 de l'ordonnance n° 2009-105 du 30

¹ L'article 223-11, II RG AMF vient préciser les instruments financiers « notamment » visés par l'assimilation qu'énonce le 4° de l'article L.233-9, I. L'adverbe employé indique que la liste donnée par le RG AMF n'est nullement limitative. Ce parti pris de ne pas fermer la liste des assimilations révèle que le législateur est davantage animé par le souci de déterminer l'effet que génère l'instrument financier sur l'influence potentielle qu'est susceptible d'exercer un actionnaire plutôt que d'en préciser abstraitement la nature. Par une sorte de principe de précaution, l'Autorité des marchés financiers anticipe les innovations financières susceptibles de constituer des participations masquées.

² *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, octobre 2008, p. 8 : « La première lecture consiste à considérer que les sous-jacents des instruments financiers qui donnent le droit d'acquérir des actions de façon discrétionnaire doivent être additionnés aux actions détenues en propre pour déterminer si un actionnaire a franchi un seuil donnant lieu à déclaration, et qu'ils concourent donc à la formation du seuil [système de l'assimilation]. (...) Selon cette lecture, un actionnaire qui détiendrait 3% d'actions et des options négociables, par exemple, représentant plus de 2% du capital devrait déclarer le franchissement du seuil de 5%. La seconde lecture de la directive consiste à considérer que ces titres ne concourent pas à la formation du numérateur, ne sont pas pris en compte pour le calcul du franchissement de seuil et doivent seulement faire l'objet d'une mention distincte si le seuil est franchi avec les actions détenues en propre [système de l'information séparée]. (...) Dans l'exemple précité, l'actionnaire n'aurait donc à effectuer aucune déclaration ».

janvier 2009, signe de la cohérence de la démarche suivie par le gouvernement et de la réflexion commune qui a présidée à la réécriture des deux textes.

Il convient d'envisager la signification et la pertinence des critères de partage retenus tenant à l'émission (a), à la volonté du déclarant (b) et à l'effet économique de l'instrument (c).

a. Le critère de l'émission

599. Alors que le premier objet de l'information séparée concerne les titres donnant accès à terme aux actions « à émettre », l'assimilation prévue à l'article L.233-9, I, 4° du Code de commerce s'applique aux actions « déjà émises ». Avec cette dernière exigence, le législateur trace une ligne de démarcation entre les titres devant faire l'objet d'une déclaration séparée, en vertu de l'article L.233-7, I, alinéa 3, a) et ceux qui forment l'objet d'une assimilation. Lorsque l'accord ou l'instrument financier porte sur des droits de vote, ceux-ci doivent nécessairement être attachés à des actions déjà émises, pour préserver la cohérence interne de l'assimilation.
600. Cette précision délimite ainsi le champ de l'information séparée qui, dans sa rédaction antérieure ne distinguait pas selon que les titres donnant accès à terme au capital portait sur des titres émis ou à émettre. Si, en vertu du dispositif antérieur, le déclarant devait « signaler dans les déclarations, la détention de titres donnant accès à du capital non encore émis (par exemple détention d'obligations convertibles ou de bons de souscription d'actions) »¹, il est désormais certain qu'il doit s'y limiter car les titres donnant accès à des actions déjà émises et aux droits de vote qui y sont attachés, immédiatement ou à terme, sont expressément compris dans le champ de l'assimilation. Ainsi, il convient de distinguer par exemple les obligations échangeables en actions, que l'article 223-11, II, 1° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers inscrit dans le champ de l'assimilation, et les obligations convertibles ou échangeables comme remboursables en actions nouvellement émises, qui doivent faire l'objet d'une information séparée².

La participation virtuelle est déterminée pour ainsi dire à capital constant, afin de prévenir les difficultés liées à l'acquisition de participations sur des titres à émettre³, compte tenu de la dilution associée à l'émission d'actions nouvelles.

¹ F. PELTIER et C. MAISON-BLANCHE, « Déclarations de franchissement de seuils... », préc., p. 19.

² « Sont également exclus du calcul les instruments financiers donnant droit uniquement à des actions nouvelles (par exemple des bons de souscription, des options de souscription, ou tout titre échangeable ou convertible uniquement en actions nouvelles », A. OMAGGIO, « Ordonnance du 30 janvier 2009 : regard critique sur la réforme relative aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions », *Dr. sociétés*, avril 2009, prat. 4.

³ Ou « capital futur », A. VIANDIER, « La réforme du régime des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 », préc., n° 12.

- b. La prise en compte de la volonté du déclarant : la puissance de vote certaine ou éventuelle

601. L'assimilation prévue à l'article L.233-9, I, 4° du Code de commerce inclut, aux fins de la détermination du seuil de participation, « *les actions (...) que cette personne (...) est en droit d'acquérir à sa seule initiative, immédiatement ou à terme, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L.211-1 du Code monétaire et financier* »¹. Dans sa rédaction antérieure, le texte ne faisait référence qu'aux actions et droits de vote susceptibles d'être acquis en vertu d'un accord. Cette disposition vise désormais explicitement les instruments financiers donnant accès au capital. Dans le souci de rendre compte de façon exacte de l'influence effective que le déclarant détient au sein de l'émetteur, cette assimilation inclut aux fins de la détermination du seuil la participation virtuelle du déclarant. Elle vise ainsi tant les actions que les seuls droits de vote que le déclarant peut acquérir. Le procédé d'acquisition est double. Il s'agit en effet tant d'un accord que d'un instrument financier. Avec la notion d'accord, le législateur vise tout accord juridiquement contraignant conférant à son bénéficiaire un droit inconditionnel d'acquérir les actions ou droits de vote qui en forme l'objet². Cette référence générique se double d'un renvoi à la notion d'instrument financier telle qu'elle résulte de l'article L.211-1 du Code monétaire et financier. Il faut ainsi retenir que tous les instruments financiers énumérés par ce texte doivent être pris en compte aux fins de l'assimilation, dès lors qu'ils confèrent un accès au capital. Il peut s'agir de titres composés comme des obligations convertibles ou échangeables ou bien d'options permettant d'obtenir la livraison d'actions sous-jacentes, visant ainsi les dérivés dits alternatifs³, dans lesquels « *le transfert du bien sous-jacent reste possible au choix de l'une des parties* »⁴. Une

¹ Comme cela a été observé, « la philosophie des promoteurs de la réforme est clairement celle d'une défense par la transparence », A. VIANDIER, « La réforme du régime des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 », préc., n° 9.

² L'article 13, paragraphe 1 de la directive 2004/109/CE évoquait les instruments financiers donnant au déclarant « le droit d'acquérir, de sa propre initiative uniquement, en vertu d'un accord formel, des actions auxquelles sont attachées des droits de vote et déjà émises (...) ». La notion d'accord formel n'a pas été reprise dans le texte interne de l'assimilation qui ne fait référence qu'à celle d'accord. Cela s'explique par la définition donnée de l'accord formel par la directive 2007/14/CE à l'article 11, paragraphe 1, al.3 comme « accord contraignant en vertu de la législation applicable », définition qui devrait être dépassée dans la directive cadre par ajout d'un point q) au paragraphe 1 de l'article 2 de la directive transparence, en vertu de l'article premier c) de la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil du 25.10.2011 COM(2011) 683 final 2011/0307(COD). Le qualificatif formel était donc superflu en droit interne compte tenu de l'emploi courant en législation du terme accord comme synonyme de contrat, pour désigner l'accord de volontés générateurs d'obligations civiles.

³ L'article 223-11, II, 3° RG AMF mentionne expressément, dans la liste indicative des instruments relevant de l'assimilation, « les options, qu'elles soient exerçables immédiatement ou à terme, et quel que soit le niveau du cours de l'action ».

⁴ A. GAUDEMET, *Les dérivés*, préf. H. SYNDET, Economica 2010, n° 235, p. 113. Cet auteur a ainsi pu présenter cette assimilation comme un atténuation à ce qu'il désigne comme le cantonnement des règles matérielles selon laquelle « les règles matérielles édictées en considération de la nature du bien sous-jacent ne s'appliquent pas

semblable application de la règle matérielle propre aux actions, qui constituent l'actif sous-jacent, aux dérivés alternatifs trouve sa justification en ceci que « [l]a conclusion de tels contrats signifie plus profondément que les parties n'ont pas uniquement pris en considération la valeur du bien sous-jacent mais aussi ses attributs. Elles ont placé simultanément plusieurs utilités potentielles dans le même contrat, ainsi que le leur permet traditionnellement la stipulation d'une obligation alternative »¹.

602. La logique de l'assimilation consiste alors à appréhender de la façon la plus large possible les procédés permettant au déclarant d'accroître sa participation et son influence au sein de l'émetteur de façon purement potestative. C'est la liberté inconditionnelle dont bénéficie le déclarant qui fonde l'assimilation en relation à l'accord auquel il est parti ou à l'instrument financier dont il bénéficie. Seule la prise en compte de tels procédés d'acquisition permet de donner à l'émetteur et au marché une image fidèle de sa puissance de vote compte tenu de la liberté dont il dispose de devenir un actionnaire actif, « à sa seule initiative » précise l'article L.233-9, I, 4°. L'absence de condition affectant l'existence du droit conféré par l'instrument financier est ainsi l'exigence juridique essentielle de l'assimilation². Pour reprendre les termes de l'article 1168 du Code civil, le droit d'acquérir les actions ou droits de vote ne doit ainsi pas « dépendre d'un évènement futur et incertain », le suspendant jusqu'à ce que l'évènement arrive, ou le résiliant, selon que l'évènement arrivera ou n'arrivera pas.
603. Le caractère inconditionnel du droit d'acquérir des actions que confère l'instrument financier fonde l'assimilation. Le règlement général AMF apporte à cet égard une précision utile sur le traitement que doit recevoir une option selon que son exercice est soumis à condition. Ainsi, « lorsque l'option ne peut être exercée que sous condition que le cours de l'action atteigne un seuil précisé au contrat, elle est assimilée aux actions dès que ce seuil est atteint ; à défaut, elle relève de l'information mentionnée au troisième alinéa du I de l'article L.233-7 du Code de commerce »³. Cette disposition délimite le domaine de l'assimilation, qui ne trouve à s'appliquer que si l'exercice de l'option n'est plus soumis à condition et ne relève ainsi que de la seule initiative du déclarant⁴.

aux dérivés formés sur ce bien », n° 233, p. 112 ; égal., au sujet de la communication des pactes d'actionnaires, n° 240-243, p. 116-117.

¹ *Idem*, n° 236, p. 113-114.

² « Telle est la condition essentielle de ce nouveau cas d'assimilation : le dénouement en actions ne doit dépendre d'aucune condition extérieure à la volonté de l'investisseur », D. OHL, « L'utilisation des dérivés formés sur des actions pour prendre le contrôle d'une société cotée », *Bull. Joly Bourse*, 2009, p. 334.

³ Art. 223-11, al. 4 RG AMF.

⁴ « Ainsi, une option d'achat (qui s'analyse comme le bénéfice d'une promesse de vente) n'entraînera, pour le détenteur, une obligation d'assimilation des actions sous-jacentes, qu'au moment où la condition stipulée sera satisfaite. En revanche, son existence pourra être connue dès la conclusion de l'option, au travers de l'information additionnelle comme il sera exposé ci-après », F. PELTIER et C. MAISON-BLANCHE, « Déclarations de franchissement de seuils... », préc., p. 18.

604. Le droit conféré par l'instrument financier peut en revanche être assorti d'un terme, au sens de l'article 1185 du Code civil¹. Le terme n'affecte pas l'existence du droit conféré par l'instrument financier mais en soumet l'exercice à la réalisation d'un événement futur et certain. On peut alors s'interroger sur le bien-fondé d'un régime de déclaration commun aux accords ou instruments à terme et à ceux permettant une acquisition immédiate². En effet, selon les modalités de l'accord ou de l'option ouverte par l'instrument financier d'acquérir les actions ou droits de vote, l'influence virtuelle ne constitue pas nécessairement une information pertinente pour le marché³. Supposons un contrat d'option à terme dit « européen », susceptible d'être exercé à date fixe, à échéance d'une année⁴. Le moment de la souscription du contrat à terme est-il pertinent pour informer le marché du franchissement du seuil de participation ? Cela suppose une mémoire bien longue des opérateurs qui auront peut-être « oublié » la déclaration faite à l'arrivée à échéance de l'option. Au cours de l'écoulement du délai, en revanche, l'influence du déclarant au sein de l'émetteur ne peut s'étendre aux titres que l'option n'ouvre le droit d'acquérir qu'à terme⁵. C'est ainsi non le principe de l'assimilation mais le moment de la déclaration qu'il conviendrait de mettre en adéquation avec son utilité pour les autres intervenants, compte tenu de son objet. On pourrait par exemple concevoir en pareil cas, d'assortir la déclaration de franchissement de seuil

¹ « Le terme diffère de la condition, en ce qu'il ne suspend point l'engagement, dont il retarde seulement l'exécution »

² Partant de l'incertitude qui existait avant l'ordonnance quant au moment auquel l'instrument financier devait faire l'objet de l'assimilation, des auteurs remarquent que « [d]ésormais, il est écrit explicitement que ce moment est indifférent. Ainsi, les options exerçables seulement à échéance (option européenne) sont assimilables dès leur conclusion », F. PELTIER et C. MAISON-BLANCHE, « Déclarations de franchissement de seuils... », préc., p. 18.

³ Voir sur ce point les remarques de H. LE NABASQUE, « Franchissements de seuils : les titres assimilés », préc., p. 14, sur l'hypothèse de l'option d'achat.

⁴ Avant même la réforme opérée par l'ordonnance du 30 janvier 2009, il avait été démontré par un auteur que l'assimilation avait vocation à jouer tant à l'égard des options américaines, qui peuvent être exercées à tout moment, qu'à l'égard des options européennes, qui ne peuvent être exercées qu'à date fixe, contrairement à la position soutenue dans la publication du Comité juridique de l'ANSA du 1^{er} octobre 1997, n° 2945, p.10. Le doute provenait du fait que le texte, dans sa rédaction antérieure, ne faisait référence de manière générique qu'aux « actions ou (...) droits de vote que cette personne, (...) est en mesure d'acquérir de sa seule initiative ou en vertu d'un accord ». La nouvelle rédaction semble avoir levé pareille incertitude en mentionnant les actions pouvant être acquises « immédiatement ou à terme ». En effet, d'une part, il ne semble pas que l'assimilation « doive se limiter au droit potestatif du bénéficiaire d'une promesse unilatérale de cession d'actions de lever son option. Il peut viser également la faculté pour le titulaire d'un dérivé alternatif – contrat à terme ou d'option – d'exiger la remise des actions sous-jacentes aux lieux et place d'une somme d'argent ». En outre, « s'il est exact que les droits du bénéficiaire sont plus étendus dans un contrat d'option de type américain – il peut lever l'option à tout instant -, il reste que le bénéficiaire d'un contrat d'option européen dispose encore « à sa seule initiative » du droit de lever son option et de réclamer la remise des actions sous-jacentes, serait-ce à date fixe », A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 238, p. 115. Sur la distinction entre options européennes, qui ne peuvent être exercées qu'à date fixe, et américaines, qui ne sont soumises qu'à un terme extinctif, voir dans le même ouvrage n° 162, p. 77. Dans le même sens, le groupe de travail présidé par Bernard FIELD avait estimé que, « concernant la condition tenant à la faculté discrétionnaire du porteur, la stipulation d'un terme suspensif n'est pas considérée, au regard de la directive, comme remettant en cause le droit inconditionnel du porteur d'acquérir les titres : aussi n'y a-t-il pas lieu de distinguer selon que l'option est européenne ou américaine, dans ou hors la monnaie », *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, p. 11.

⁵ Le même raisonnement peut s'appliquer par extension aux contrats à terme, expressément mentionnés par l'article 223-11, II, 2° RG AMF au titre de l'assimilation.

proprement dite, d'un rappel périodique au marché de l'arrivée à échéance du terme du contrat ou de l'option en cause.

605. En résumé, le dispositif repose sur la distinction délicate mais traditionnelle entre terme et condition. Les instruments financiers subordonnant à l'échéance d'un terme le droit d'acquiescer des actions ou droits de vote intègrent de manière certaine la puissance de vote du déclarant alors que ceux qui le soumettent à une condition ne rendent qu'éventuel l'accroissement de sa puissance de vote. En d'autres termes, la puissance de vote a un objet certain dans le cas de l'assimilation alors qu'elle n'a qu'un objet éventuel dans celui de l'information séparée.

c. Le problème de l'exposition économique et des instruments dérivés à dénouement en numéraire

606. Le troisième objet de l'information séparée constitue à l'heure actuelle l'élément le plus controversé du dispositif. Il devrait être à l'origine d'une évolution prochaine du périmètre respectif de l'assimilation et de l'information séparée. Il constitue également celui dont la lecture apparaît la plus délicate pour le juriste. Il repose en effet sur la combinaison d'un critère juridique, qui consiste dans le règlement exclusivement en espèce des instruments financiers ayant pour objet des actions déjà émises, avec un critère économique qui est celui de l'effet économique de l'accord ou de l'instrument financier, qui doit être similaire à la possession des actions ou des droits de vote. À travers cet objet de l'information séparée se fait jour « *la nécessité d'adapter le régime juridique des franchissements de seuil à la complexité croissante des instruments de détention du capital* »¹. On l'étudiera en présentant brièvement les fondements du dispositif actuels (i), le contexte rendant nécessaire une évolution du dispositif (ii) et les pistes de réforme à venir (iii).

¹ Proposition de loi n° 695 tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier, présentée par le sénateur Philippe MARINI, 29 juin 2011, p. 4, sur laquelle, F. MARTIN-LAPRADE, « Commentaires sur la proposition de loi du sénateur Marini incluant les *equity swaps* dans le calcul des franchissements de seuils », *Bull. Joly* 2011, p. 837 ; S. TORCK, « Proposition de loi sénatoriale tendant à adapter le dispositif sur les déclarations de franchissement de seuils : le Rubicon sera-t-il franchi ? », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 576 ; P.-H. CONAC, « Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier présentée », *Rev. soc.* 2011, p. 589 ; H. LE NABASQUE, « La mort – annoncée – des *equity swaps* ? », *RDBF*, nov.-déc. 2011, rep. 6.

i. Les fondements du dispositif actuel

607. À défaut de toute règle d'harmonisation maximale à cet égard dans la directive transparence et sa directive d'application¹, il est revenu aux États membres d'établir eux-mêmes le régime d'information auquel sont soumis les instruments dérivés à dénouement en numéraire. Certains instruments dérivés soumettent leur titulaire à un effet économique similaire à la possession d'actions. Ainsi peut-il en aller par le recours à des *equity swaps* ou des *contracts for difference* (CFD). Les premiers, aussi appelé *cash-settled equity swap* (dérivé action avec règlement en espèce) constituent des contrats financiers par lesquels un acheteur de protection « s'oblige à transférer au vendeur de protection l'ensemble des sommes qu'il sera amené à percevoir en tant qu'actionnaire. Il s'engage également, au cas où la valeur des actions viendrait à s'apprécier entre la date de conclusion du contrat et celle de son dénouement à rétrocéder à son cocontractant tout ou partie de la plus-value »². Est ainsi opérée « une dissociation entre « propriété juridique » (acquise ou gardée par l'acheteur de protection) et « propriété économique » (acquise ou gardée par le vendeur de protection) des actions »³. Les CFD, pour leur part, sont des « instruments financiers à terme (ou dérivés) dont le sous-jacent est une action et dont le dénouement à l'échéance est purement monétaire »⁴ et n'impliquent donc aucun transfert de propriété des actions sous-jacentes. Les actions sont acquises par la contrepartie – en général une banque – et l'acheteur du contrat financier « en perçoit les « flux » positifs – dividendes et hausses du cours de l'action –, tout en s'exposant à payer les « flux » négatifs – baisse du cours de l'action »⁵.
608. Dénoués exclusivement en numéraire, on ne voit pas *a priori* à quel titre de tels instruments dérivés devraient être inclus au numérateur pour déterminer un franchissement de seuil. N'emportant aucun transfert de propriété, leur titulaire ne voit nullement sa participation augmentée dans l'émetteur des actions sous-jacentes. Il est toutefois apparu que ces instruments financiers avaient pu faire l'objet d'un dénouement « physique », par avenant emportant livraison de l'actif sous-jacent, c'est-à-dire les actions. En pareil cas, l'instrument est détourné de sa fonction de transfert du risque financier dissociée de celui de la propriété juridique du bien, de façon à contourner les obligations déclaratives imposées par les règles

¹ La latitude laissée aux États a d'ailleurs été constatée par le CESR : « Several member states have taken or are planning to take steps to broaden the scope of their national regime for the reporting of major holdings to include such instruments [certain options, equity swaps and Contracts for Difference] or to establish specific disclosure rules regarding them. The minimum harmonisation required by the Transparency Directive allows for these national initiatives », *CESR Proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*, CESR/09-1215b, January 2010, n° 3, p. 3.

² A. COURET, H. LE NABASQUE et alii, *Droit financier*, 2^e éd., Dalloz, 2012, n° 1120, p. 826-827.

³ *Idem*, n° 1120, p. 827.

⁴ S. PLAIS, « Franchissement de seuils et intérêts économiques : pourquoi l'information séparée s'avère-t-elle plus pertinente que l'assimilation », *Banque & Droit*, mars-avril 2010, p. 16.

⁵ *Idem*, p.16

de franchissement de seuils¹. Il était ainsi essentiel de fournir au marché une information sur les instruments financiers à dénouement purement monétaire pour prévenir tout risque de contournement.

609. Cet élément d'information doit donc tendre à remédier aux possibilités jusqu'alors ouvertes d'acquérir des participations importantes par le biais d'instruments financiers dérivés sans avoir à se soumettre aux déclarations de franchissement de seuils, qui ont suscité des difficultés au-delà des frontières nationales² et, plus récemment encore, sur les marchés français avec la montée au capital d'Hermès par LVMH et la prise de participation de Wendel dans Saint-Gobain, qui seront évoquées plus loin.
610. Il a toutefois été choisi de faire figurer ces instruments au titre de l'information séparée. Ils ne déterminent donc pas le franchissement de seuil mais en accompagnent la déclaration dont ils constituent un élément complémentaire, sans en intégrer le fait générateur. À cet égard, la réforme réalisée par l'ordonnance du 30 janvier 2009 s'écarte des préconisations du rapport *Field* pour des raisons qui paraissent à première vue convaincantes. On ne peut pourtant qu'approuver les prémisses adoptées dans le rapport selon lequel « *lorsque l'acquisition ne correspond pas à une prise d' « influence » au sein de l'émetteur, elle ne doit pas être prise en compte, à défaut de quoi, l'information délivrée risquerait d'être difficilement exploitable* »³. Sur de telles bases, le groupe de travail a retenu que les instruments financiers, dénouables exclusivement en numéraire et conférant une exposition économique sur les actions, devaient faire l'objet d'une assimilation qui seule permettait « *de donner une image fidèle de l'ensemble de l'exposition économique réellement détenue au capital de l'émetteur* »⁴.

¹ « Ces opérations sont le plus souvent perçues par le public mais aussi par les émetteurs comme ayant été construites en contournement des obligations déclaratives de la réglementation sur les franchissements de seuils dans la mesure où, précisément, celle-ci a vocation à informer l'émetteur et le public de la montée progressive au capital d'un actionnaire », S. PLAIS, « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les « intérêts économiques » ? », in *Mélanges AEDBF – France, V*, Revue Banque édition, 2008, p. 363.

² Voir les cas *Fiat, Implemia* et *CSX Corp.*, présentés dans le *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, octobre 2008, p. 5-7 ; voir également sur ces différentes affaires, S. PLAIS, « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les intérêts économiques ? », préc., spéc. p. 364-365. Cet auteur présente la situation dans les termes suivants : « Schématiquement, le contexte est toujours le même : une société qui cherche à « monter » au capital d'une autre d'une manière discrète. La technique est également toujours la même : un dérivé (*CFD, equity swap*) dont la modalité d'exécution contractuelle renvoie uniquement au dénouement monétaire et qui, donc, ne rentre pas dans le périmètre de l'obligation déclarative. Résultat *in fine* : une déclaration (qui fait souvent l'effet d'un coup de tonnerre) par laquelle la société contrepartie du dérivé déclare détenir un pourcentage substantiel du capital de la société visée », p. 363.

³ *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclarations d'intention*, du groupe de travail présidé par Bernard FIELD, p. 10.

⁴ *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuils de participation et les déclarations d'intention*, du groupe de travail présidé par Bernard FIELD, p. 12.

611. De telles prémisses n'ont pas convaincu. Le critère de « *l'exposition économique* » choisi pour délimiter l'information séparée surprend. Outre son imprécision juridique¹, il met en avant le risque économique associé à la conclusion de contrats financiers ou à des instruments financiers dérivés à terme sur actions qui ne confèrent en eux-mêmes aucune influence politique au sein de l'émetteur. Or, ainsi qu'on l'a affirmé, la position adoptée dans le rapport *Field* supportant le principe d'une assimilation « *repose sur une erreur de raisonnement : le dispositif de déclarations de franchissement de seuil est fondé sur l'influence en termes de pouvoir, autrement dit une influence politique, et sur aucune autre influence* »².
612. Ainsi, contrairement au système d'agrégation retenu dans d'autres systèmes juridiques³, le législateur français a opté pour un système d'information séparée portant sur les instruments dont le dénouement doit intervenir exclusivement en numéraire⁴. Dans son principe, une telle solution devrait être approuvée en ce qu'elle permet au marché d'apprécier le risque économique pris par un investisseur dans la société à l'occasion d'un franchissement de seuil, en même temps que cette information séparée apparaît de nature à prévenir tout risque de contournement⁵.

Le travail du législateur a toutefois été rapidement rattrapé par une actualité qui a mis en lumière les insuffisances d'un raisonnement purement formaliste des instruments financiers en cause.

¹ « Si la matière peut paraître quelque peu complexe au juriste c'est que les termes et les concepts utilisés sont tirés de notions purement économiques. Par ailleurs, s'agissant d'une matière encore récente, nous n'avons pas encore assisté à une uniformisation de la terminologie même en anglais. C'est ainsi que l'on parle d'intérêt économique, d'exposition économique, de position longue ou encore de propriété économique pour évoquer des situations sensiblement semblables », S. PLAIS, « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les « intérêts économiques » ? », préc., p. 361. Le même auteur énonce une définition dans l'exposition économique dans les termes suivants : « S'exposer économiquement sur un actif consiste à en recevoir les revenus et à prendre le risque d'évolution de cet actif sans avoir à en acquérir la propriété juridique. C'est ainsi que le détenteur de l'exposition économique est dit détenir la « propriété économique. » : il supporte le risque économique lié à un actif sans que ledit actif soit inscrit à son bilan. (...) On trouve aussi parfois l'expression « exposition synthétique » pour décrire un mécanisme quasi synonyme d' « exposition économique » : l'exposition synthétique sur un actif permet à son détenteur de reconstituer les flux économiques attachés audit actif sans détenir physiquement cet actif dans son portefeuille », p. 362. Voir également la définition de position longue, p.362.

² A. VIANDIER, « La réforme du régime des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 », *JCP E* 2009, 1248, n° 14.

³ Voir la présentation des solutions retenues en Allemagne, au Royaume-Uni, en Suisse et au Portugal dans la *Proposition de loi n° 695 tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier*, présentée par le sénateur Philippe MARINI, 29 juin 2011, p. 9-11 ; égal. en particulier sur la solution d'assimilation retenue au Royaume-Uni, le *Rapport Field* précité, p. 8-9 ; égal., S. PLAIS, « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les « intérêts économiques » ? », préc., p. 367-369 ; du même auteur, « Franchissement de seuils et intérêts économiques : pourquoi l'information séparée s'avère-t-elle plus pertinente que l'assimilation », préc., p. 16-17.

⁴ Sur la possibilité d'admettre l'existence d'une action de concert entre le porteur et l'émetteur du dérivé dans l'exercice du droit attaché au sous-jacent acquis en couverture, C. GOYET, « Dérivés d'actions, fraude à la réglementation boursière et action de concert », in *Défis actuels du droit financier*, dir. A. COURET et C. MALECKI, Joly éditions, 2010, p. 207-214

⁵ En sens contraire, A. OMAGGIO, « Ordonnance du 30 janvier 2009 : regard critique sur la réforme relative aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intention », *Dr. sociétés*, avril 2009, prat. 4.

ii. Les affaires LVMH et Wendel

613. Si, *a priori*, les instruments présentés ne sauraient conduire à conférer une influence politique du fait de leur dénouement exclusif en numéraire, deux affaires¹ ont révélé que le contournement restait possible. L'une est antérieure et l'autre postérieure à l'introduction du dispositif d'information séparée par l'ordonnance du 30 janvier 2009. Compte tenu des nombreuses analyses qui leur ont été consacrées, on se limitera à en rappeler les principales étapes et les enjeux.
614. La première affaire² portait sur la conclusion par des sociétés contrôlées par la société Wendel de contrats financiers de *Total Return Swaps* (TRS)³ avec quatre établissements de crédit, dont le sous-jacent était constitué par des actions de la société Saint-Gobain, lui conférant ainsi une exposition économique au capital à hauteur de 23%. Les banques contreparties ont acquis les titres qui constituaient le sous-jacent du contrat financier aux fins de couverture. Par la suite, la société Wendel a conclu avec ses contreparties des conventions d'ouverture de crédit. Suite à la décision par Wendel de procéder au dénouement des TRS, les contreparties cédèrent sur le marché les titres acquis aux fins de couverture, Wendel procédant dans le même temps à une acquisition de titres de Saint-Gobain pour un volume légèrement supérieur. C'est suite aux déclarations successives de franchissement de différents seuils au cours de cette dernière période qu'une enquête fut ouverte et aboutit au prononcé d'une sanction pécuniaire de 1,5 million d'euros, à l'encontre de la société Wendel et du président de son directoire⁴. Dans cette première affaire, le fondement de la condamnation ne se situe pas dans le dispositif relatif aux déclarations de franchissement de seuils, comme le souligne

¹ Pour une synthèse, A. MASON, G. FLANDIN, S. BOUQUIS, « Des récentes affaires impliquant l'usage des dérivés d'actions », *RTDF* n° 3-2011, p. 36.

² V. pour la chronologie de l'affaire, Y. JOBART, M. PUJOS, « Le principe de transparence sur les marchés financiers : rempart contre les prises de contrôle rampantes », *RTDF* n° 3 – 2011, p. 51.

³ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 167, p. 254 : « Les dérivés de transfert de rendement de créance ou *Total return swaps* permettent de combiner deux protections : l'une contre le risque de contrepartie et l'autre contre le risque de marché. (...) Sont échangés, d'une part, les flux qui représentent la rémunération de l'actif sous-jacent contre son coût de portage : le vendeur de risque transfère à l'acheteur, pendant une période déterminée, l'intégralité des revenus de l'actif sous-jacent et reçoit, en contrepartie une rémunération ; d'autre part, des flux qui représentent la qualité de l'actif : en cas d'augmentation de valeur de l'actif sous-jacent, le vendeur du risque verse à l'acheteur une somme définie en fonction de cette augmentation, et à l'inverse, en cas de dépréciation de l'actif, c'est l'acheteur qui verse au vendeur une compensation ».

⁴ Décision de sanction AMF, Ass. plén., 13 décembre 2010, *Sté Wendel SA, M. J.-B. Lafonta et Sté Deutsche Bank Paris*, sur laquelle, T. BONNEAU, « Les prises de contrôle rampantes rattrapées par l'article 223-6 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 257 ; H. LE NABASQUE, « *Total return swap* : l'obsession du numérateur », *Rev. soc.* 2011, p. 212 ; A. GAUDEMET, « Affaire *Wendel-Saint-Gobain* : un parfum de LVMH ? », *D.* 2011, p. 855 ; S. TORCK, « Manquement à l'obligation de publier une information privilégiée et fraude à la loi », *RDBF*, mars-avril 2011, comm. 74 ; R. MORTIER, « Affaire Wendel : rupture du charme des Total Return Swaps (TRS) », *Dr. sociétés*, juin 2011, comm. 114.

l'Assemblée plénière de la Commission des sanctions elle-même¹, les contrats financiers conférant l'exposition économique au titre de Saint-Gobain ayant été conclus antérieurement à l'inclusion de la déclaration séparée aux dérivés à dénouement monétaire. C'est donc sur le double fondement des articles 223-2 et 223-6 du règlement général AMF qu'est prononcée la sanction, au titre du manquement à l'obligation permanente faite aux émetteurs de communiquer au public les informations privilégiées le concernant comme à celle faite à toute personne de communiquer les caractéristiques des opérations qu'elle prépare susceptibles d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier². Outre les différentes critiques qui ont pu être adressées au recours à ces dispositions pour fonder la condamnation, c'est bel et bien l'insuffisance du dispositif de déclaration des franchissements de seuils qui a été mise en lumière dans cette affaire. L'exposition économique résultant des TRS a permis à Wendel de préparer une montée rapide au capital de Saint-Gobain, alors même que les contrats financiers n'ont fait l'objet que d'un dénouement en numéraire.

615. Dans une seconde affaire³, n'ayant pas donné lieu à une décision relative aux obligations déclaratives⁴, une filiale de la société LVMH avait conclu avec différentes banques des TRS ayant pour sous-jacent les actions de la société Hermès stipulant un dénouement exclusif en espèces (*cash settlement*), qui furent modifiés au dernier moment par des avenants prévoyant la livraison physique du sous-jacent (*physical settlement*). Ce dénouement physique eut pour effet de porter la participation de LVMH dans Hermès à 10,74% des droits de vote et 17,07% du capital en seulement trois jours, le volume ainsi acquis représentant cent onze jours de négociation⁵.
616. Dans l'une et l'autre affaire apparaissent les faiblesses du dispositif actuel. Le critère retenu fondé sur le règlement exclusif en espèces ne justifie pas en tant que telle l'information

¹ Paragraphe 2.1, p. 11 de la décision précitée.

² Sur l'articulation de ces deux fondements au titre d'un manquement à l'obligation permanente, cf. *supra*, n° 439 et s.

³ V. A. GAUDEMET, « L'irruption de LVMH dans le capital d'Hermès », *D.* 2010, p. 2640.

⁴ Une décision a toutefois déjà été rendue par la Commission des sanctions sur un aspect essentiel mais différent de cette affaire. Elle a reconnu le bénéfice d'une dérogation à l'obligation de dépôt d'une offre publique aux 52 actionnaires de la société en commandite par actions Hermès International, dans le cadre de la constitution d'une société Holding ayant pour objet de regrouper plus de 50% du capital et des droits de vote de Hermès International afin de parer à la montée au capital de LVMH, Décision de sanction AMF, 7 janvier 2011, *Hermès International (Euronext Paris)* : F. MARTIN-LAPRADE, « Hermès : une dérogation aux allures de cadeau empoisonné... », *Rev. soc.* 2011, p. 364 ; S. TORCK, « Reclassement des titres Hermès : les relations troubles de l'action de concert et de la notion de groupe familial », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 326, R. MORTIER, « Affaire Hermès : reclassement... sans suite ? », *Dr. sociétés*, juin 2011, comm. 115 ; *adde.* S. DARIOSECQ et P. MARTIN-LAPRADE, « LVMH/Hermès : Quelle réglementation pour quelle transparence ? », *Bull. Joly Bourse*, 2011, p. 152. Cette décision de la Commission des sanctions a été confirmée par l'arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris, 15 sept. 2011, *Adam et a. c/ SARL Emile Hermès*, n° 2011/00690, A. GAUDEMET, « Dérogation à l'obligation de déposer un projet d'OPA sur les titres de la société Hermès International : trouble faisceau d'indices », *D.* 2011, p. 2973 ; S. TORCK, « Reclassement des titres Hermès : la question du renforcement du contrôle éludée », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 661 ; D. SCHMIDT, « Hermès : concerts ancien et nouveau ? Changement de contrôle ? », *Bull. Joly* 2011, p. 882.

⁵ A. MASON, G. FLANDIN, S. BOUQUIS, « Des récentes affaires impliquant l'usage des dérivés d'actions », *RTDF* n° 3-2011, p. 37.

séparée. Certes, le dispositif de déclaration de franchissement de seuil tend à révéler l'influence politique susceptible d'être exercée par un investisseur, en indiquant les évolutions à la hausse comme à la baisse de sa puissance de vote. Les TRS ne stipulant qu'un dénouement en numéraire restent donc normalement étrangers à la détermination de la puissance de vote de l'acheteur de protection.

617. Il n'en demeure pas moins que cette considération n'est qu'un écran face à la réalité des possibilités offertes par ces instruments. D'une part, comme le révèle l'affaire *Wendel*, les parties peuvent circonvenir les conséquences du dénouement en numéraire en passant par le marché pour opérer indirectement la transmission physique du sous-jacent, acquis à fins de couverture par le vendeur de protection. Le TRS ne constitue ainsi qu'une étape purement financière de l'opération, justifiant l'ouverture de lignes de crédit, finançant une acquisition du sous-jacent concomitante à sa remise sur le marché par le vendeur de protection. D'autre part, le critère du dénouement en numéraire fait peu de cas, ainsi que l'affaire *Hermès* le révèle, de la liberté contractuelle des parties. À l'exposition économique fondée sur des instruments à dénouement monétaires peut succéder, par simple effet d'un avenant et dans un très court laps de temps, un accroissement substantiel de la participation et de la puissance de vote dans l'émetteur résultant d'un dénouement physique non prévu dans le contrat déclaré au titre de l'information séparée.
618. En somme, le constat du rapport *Field* n'était peut-être qu'insuffisamment explicite. Les instruments à règlement purement monétaire sont bien de nature à accroître la puissance de vote du déclarant, non eux-mêmes mais à raison des opérations dont ils peuvent ne constituer qu'une étape. C'est alors le critère d'exposition économique qui doit être bien entendu. Il ne saurait être conçu comme exclusif de toute évolution possible de la puissance de vote de l'acheteur de protection. Si l'exposition économique fait l'objet d'une information, ce peut être à raison de sa relation avec les modifications de la participation du déclarant qui peuvent en résulter. Le problème essentiel paraît ainsi se situer dans l'acquisition des actions sous-jacentes à titre de couverture par le vendeur de protection, de nature à créer une inévitable proximité¹ entre le souscripteur exposé économiquement et les titres sous-jacents.

¹ Un auteur note ainsi à propos des contrats dérivés portant sur la valeur des actions qu'ils « créent une proximité économique avec les actions, l'intermédiaire les acquérant (...) pour couvrir le risque de versement de la plus-value et le client bénéficiant d'un accès privilégié à ces actions lors de leur cession. D'où une ambiguïté que le droit peine à saisir », A. PIETRANCOSTA, « Transparence des positions en dérivés d'actions : un modèle français ? », *RTDF* n° 1/2 – 2011, p. 3.

iii. Perspectives d'évolution

619. À l'heure actuelle, deux propositions sont de nature à conduire à une redéfinition du domaine de l'information séparée en relation à de tels instruments. Une proposition a été faite au niveau national, au Sénat¹, amendée à l'Assemblée nationale², à laquelle il convient d'ajouter la réforme prochaine de la directive « transparence » dont une proposition est actuellement en examen au niveau européen³.
620. Au niveau national, l'ouverture d'un nouveau cas d'assimilation relative aux instruments financiers étudiés est en marche. La proposition du sénateur Philippe Marini prône une assimilation extensive des instruments à effet économique similaire à la détention d'actions, seuls les titres hybrides portant sur des actions non encore émises, du fait de l'incertitude relative au calcul du dénominateur, et les contrats financiers ne permettant pas l'acquisition d'actions émises à la seule initiative du déclarant devant faire l'objet d'une déclaration séparée⁴. La piste de réforme comporte de multiples implications pour le reste du dispositif mais la principale tient, en vertu d'un nouvel article L.233-9, I, 4° bis, à l'inclusion dans le numérateur « *des actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier, réglé en espèces et ayant pour [le déclarant], ou l'une des personnes mentionnées au 1° et 3°, un effet économique similaire à la possession desdites actions. Il en va de même pour les droits de vote sur lesquels porte, dans les mêmes conditions, tout accord ou instrument financier* ».
621. Au niveau européen, la proposition de directive transparence du 25 octobre 2011 comporte d'importantes modifications de l'article 13 de la directive cadre, l'ajout d'un nouvel article 13bis et la suppression des paragraphes 1 et 2 de l'article 11 de la directive d'application 2007/14/CE. La lecture des considérants de la proposition révèle que c'est bien une préoccupation analogue à celle rencontrée dans les différents États qui conduit à une évolution du dispositif européen en faveur d'une harmonisation maximale. Il s'agit de prendre acte, au sens du considérant 8, de « *la création de nouveaux types d'instruments financiers créant, chez les investisseurs une exposition économique à des sociétés* », susceptibles d'« *être utilisés pour acquérir secrètement des participations dans des sociétés, ce qui peut entraîner des abus de marché et donner une image faussée de la propriété économique des sociétés* ».

¹ Proposition de loi n° 695 tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier, présentée par le sénateur Philippe MARINI, 29 juin 2011.

² Proposition de loi n° 750 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives du 18 octobre 2011 adoptée par l'Assemblée nationale en première lecture.

³ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et la directive 2007/14/CE de la Commission du 25.10.2011, COM(2011) 683.

⁴ Proposition de loi n° 695 tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier, présentée par le sénateur Philippe MARINI, 29 juin 2011, p. 13-14.

cotées en bourse ». La proposition de directive introduit comme objet de notification des instruments qui étaient étrangers à la directive Transparence dans sa première version. L'article 13, paragraphe 1 de la proposition dispose ainsi que « *Les obligations en matière de notification prévues à l'article 9, s'appliquent également à une personne physique ou morale qui détient, directement ou indirectement : a) des instruments financiers qui, à l'échéance, lui donnent, en vertu d'un accord formel, soit le droit inconditionnel, soit la faculté d'acquérir des actions auxquelles sont attachés des droits de vote et déjà émises, d'un émetteur dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé ; b) des instruments financiers aux effets économiques semblables à ceux visés au point a), qu'ils donnent droit à un règlement physique ou non* ».

622. Le paragraphe 1 *bis* impose d'agréger tous les instruments financiers liés au même émetteur sous-jacent et le paragraphe 1 *ter* alinéa 2 remet à l'AMEF la mission d'établir et d'actualiser une liste indicative d'instruments financiers rentrant dans le domaine de l'obligation de notification au titre du paragraphe 1. Leçon importante tirée au niveau européen, le mode de dénouement, physique ou monétaire, de l'instrument, n'est plus un critère. Les instruments à effets économiques similaires à ceux donnant un droit inconditionnel d'acquérir des actions déjà émises sont ainsi intégrés dans le périmètre de la notification mais il faut se reporter au nouvel article 13*bis* pour avoir des indications sur l'éventuel départ réalisé au niveau européen entre assimilation et information séparée.
623. Cette disposition nouvelle, intitulée « *agrégation* », institue un système de double comptabilisation, assorti d'une double notification. Au titre de la détermination du fait générateur de l'obligation, le paragraphe 1 procède à une assimilation générale de l'ensemble des instruments visés par les articles 9, 10 et 13 de la directive. La lettre de la disposition en rend compte en étendant l'obligation de notification « *lorsque le nombre des droits de vote détenus directement ou indirectement (...) en vertu des articles 9 et 10, agrégés aux droits de vote afférents aux instruments financiers détenus directement ou indirectement en vertu de l'article 13, dépasse ou tombe en dessous des seuils définis à l'article 9* ». S'ensuit une obligation de notification fondée sur un calcul global qui doit toutefois comprendre « *une répartition du nombre des droits de vote attachés aux actions détenues conformément aux articles 9 et 10 et des droits de vote afférents à des instruments financiers au sens de l'article 13* ». C'est dire que les instruments complexes et dérivés sont assimilés aux fins de la détermination du seuil générant l'obligation, mais font néanmoins l'objet d'une information séparée dans la déclaration. L'assimilation est totale mais l'information se fragmente, impliquant une double comptabilisation. La spécificité des instruments complexes et dérivés conduit en outre à introduire une seconde obligation de déclaration, résultant du paragraphe 2, lorsque la personne ayant déjà notifié les droits de vote conformément à l'article 13 acquiert les actions sous-jacentes, dès lors que cette acquisition conduit au franchissement de l'un des seuils visés à l'article 9.

624. Harmonisation maximale¹ par voie de généralisation de l'assimilation, telle est l'approche retenue au niveau européen. La spécificité des instruments à effet économique similaire à la détention d'actions est toutefois maintenue, comme objet d'information, du fait qu'ils n'intègrent pas directement la puissance de vote dont dispose le déclarant au moment de sa déclaration. Le mouvement vers l'alourdissement des obligations déclaratives se poursuit mais répond de manière stricte à l'impératif de lutte contre les prises de participation occultes de nature à bouleverser la répartition du pouvoir dans les émetteurs.
625. À ce titre, on observera de manière générale une illustration des difficultés posées par la discipline des assimilations. La puissance de vote ne pouvant être ramenée à aucune catégorie juridique, sa détermination en terme de « propriété économique », selon le considérant précité de la proposition, est à l'origine d'un processus sans fin d'évolution de la norme. La réglementation se construit en identifiant au gré des évolutions de la technique financière des instruments dont les virtualités d'accroissement de la puissance de vote ne sont identifiées qu'*a posteriori*, et à un rythme variable selon les États. Il a fallu que surviennent les affaires *Wendel* et *LVMH* pour que le législateur national prenne la mesure des nécessités de faire évoluer les règles en la matière alors que des enseignements pouvaient déjà être tirés des expériences étrangères, selon le rapport *FIELD* et la doctrine². Si l'harmonisation est souhaitable, elle ne fait que déplacer au niveau de l'Union européenne le problème de la détermination des instruments couverts par l'assimilation. Ainsi, c'est une course avec l'innovation financière qui sera imposée à l'AEMF au titre de l'élaboration de la liste des instruments visés par l'assimilation, qui n'est pas sans rappeler la lutte antidopage...
626. N'est-il pas alors nécessaire de compléter le dispositif réglementaire par une possibilité de recours aux notions du droit commun ? La Commission des sanctions de l'AMF en a eu l'intuition dans la décision *Wendel* en recourant à la fraude pour caractériser le manquement constaté sur le fondement inhabituel de l'article 223-6 du règlement général³. On rappellera simplement que la fraude à la loi est constituée par un comportement délibéré de son auteur de se soustraire à une règle qui aurait normalement vocation à s'appliquer à son acte ou à sa conduite⁴. Elle suppose donc la présence d'un élément légal constitué par la disposition éludée du fait de la fraude. Si la mise en œuvre de la théorie de la fraude à la loi s'est heurtée

¹ Selon les motifs de la proposition, « cette option crée une approche uniforme, réduit l'insécurité juridique, renforce la transparence, simplifie les investissements transfrontières et réduit leur coût », point 2.2, p. 6. Voir aussi, page 8. v. P.-H. CONAC, « Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive n° 2004/109/CE », *Rev. soc.* 2012, p. 58.

² V. S. PLAIS, « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les « intérêts économiques » ? », préc., p. 364-369.

³ Selon la décision, « le mécanisme mis en œuvre l'a été dans des conditions constituant un contournement déloyal des prescriptions destinées à garantir l'information financière indispensable au bon fonctionnement du marché et révélant ainsi une fraude à la loi », II, point 5, AMF, Sanct., préc.

⁴ Sur la fraude à la loi, B. AUDIT et L. d'AVOUT, *Droit international privé*, 6^e éd., Economica, 2010, n° 236, p. 212.

à de justes critiques de la doctrine, faute d'un élément légal à l'époque des faits¹, le caractère simplement indicatif d'une future liste de l'AEMF ne fait plus obstacle à ce que l'on se fonde sur la qualification générale de l'assimilation pour admettre que tout instrument, même non encore listé, puisse conduire à un contournement de celle-ci.

627. Si l'obstacle théorique à l'application de la fraude à la loi est en passe d'être surmonté par l'introduction d'un nouveau cas d'assimilation, c'est davantage une réserve fondée sur le degré de détail de la réglementation qui peut se faire jour. Dans des domaines dans lesquels la politique législative invite à la multiplication des textes, la recherche de sécurité juridique réduit d'autant la pertinence du recours à des notions générales. Il n'y a là toutefois qu'un constat lié à la difficulté de concevoir avec précision l'espace donné par le dispositif aux comportements frauduleux, soit, en somme, une question de mise en œuvre. L'AMF a ainsi ouvert une voie sur laquelle il est nécessaire car inévitable de poursuivre. Outre sa nécessité à titre de complément d'un dispositif en construction permanente dont on ne saurait attendre une parfaite efficacité, l'application de la théorie de la fraude à la loi constitue peut-être un procédé de dissuasion invitant les opérateurs à la prudence dans l'élaboration d'instruments destinés à contourner la réglementation. Compte tenu de la difficulté qu'il y a à fixer une fois pour toutes la discipline des assimilations, il convient de signifier aux opérateurs qu'ils encourent un risque à ne pas s'en approprier l'esprit. La fraude constitue peut-être ainsi un mécanisme utile de discipline des comportements au service du respect de la réglementation. En tout état de cause, la fonction prédictive de l'information ne peut se réaliser qu'à la condition d'assurer la progressivité des changements de contrôle à laquelle sont susceptibles de porter atteinte les instruments d'exposition économique permettant une irruption brutale de leur titulaire au capital d'un émetteur à la faveur de leur dénouement.
628. **Synthèse** - Il résulte de son articulation avec le domaine de l'information séparée, que l'assimilation s'applique à des instruments financiers qui reflètent de manière certaine la puissance de vote du déclarant. Il faut entendre par là les instruments financiers qui confèrent à la personne tenue à la déclaration le droit d'acquérir sans condition une participation additionnelle au sein de l'émetteur. L'assimilation n'est en effet pertinente qu'autant qu'il en résulte un accroissement effectif de la puissance de vote du déclarant. La puissance de vote est composée de manière certaine par les instruments dérivés permettant d'acquérir des actions sans condition, quoi que l'exercice des droits de vote ne soit qu'éventuel. Ce qui compte aux fins de l'assimilation n'est pas la réalité de l'exercice des droits de vote aux fins de l'information mais sa possibilité inconditionnelle. Le domaine de l'information séparée est en revanche celui de la simple éventualité d'une augmentation de la puissance de vote au sein

¹ Note précitée de S. TORCK, « Manquement à l'obligation de publier une information privilégiée et fraude à la loi », *RDBF*, mars-avril 2011, comm. 74, p. 95 : « À l'époque des faits reprochés à Wendel et au président de son directoire, le dispositif sur les franchissements de seuil n'obligeait pas à déclarer les instruments conférant une exposition économique sur le titre de l'émetteur ; il apparaît ainsi abusif de faire dire à la loi ce qu'elle n'intégrait pas dans son champ ».

de l'émetteur, soumise à l'émission d'actions nouvelles ou à la réalisation d'une modalité qui ne dépend pas exclusivement de la volonté du déclarant.

L'exposition économique fait pareillement objet d'une information séparée en ce qu'elle ne traduit pas la possibilité d'exercice d'un pouvoir politique au sein de l'émetteur que le franchissement de seuil a pour fonction première de révéler. Les intérêts économiques n'intègrent l'information séparée que dans la perspective de prévenir tout risque de contournement, sans changer la finalité des obligations déclaratives. Dénoués en numéraire, les instruments financiers ayant un effet économique similaire à la possession d'actions ne permettent nullement un élargissement de la puissance de vote du déclarant. Les affaires récentes évoquées précédemment conduisent toutefois à remettre en cause le bien-fondé d'un tel critère de démarcation entre assimilation et information séparée. Il est désormais établi que l'exposition économique peut constituer, compte tenu de son importance, un procédé de prise de contrôle rampante du fait des possibilités d'accroissement de la puissance de vote qui résultent des montages dans lesquels sont susceptibles de s'inscrire des contrats financiers, même stipulés à dénouement monétaire.

Participations conditionnelles et intérêts purement économiques constituent donc à l'heure actuelle une information accessoire à la puissance de vote du déclarant qui est en elle-même constituée par la somme des actions détenues en propre et des titres assimilés. Il est toutefois acquis que la ligne de partage va évoluer sous peu.

À l'inverse, certains titres sont exclus de la déclaration du fait de leur absence d'incidence sur la puissance de vote du déclarant.

B. Les exclusions

629. Les exclusions sont énumérées par l'article L.233-9, II du Code de commerce, disposition dont certains éléments sont précisés aux articles 223-12 et 223-12-1 du règlement général AMF. Ces exclusions sont justifiées par l'impossibilité dans laquelle se trouve la personne tenue à la déclaration d'exercer une influence sur l'émetteur. Le fondement de l'obligation déclarative disparaît du fait de l'absence d'incidence des titres exclus dans la lutte pour le pouvoir et le processus décisionnel au sein de l'émetteur. Elles constituent ainsi un contrepoint des hypothèses d'assimilation prévues aux 2° et 4° de l'article L.233-9, I. Outre les informations que sont tenues de communiquer à l'AMF les personnes tenues à la déclaration pour bénéficier de l'exclusion¹, le domaine des exclusions est ainsi délimité de façon générale par l'article 223-12, IV du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui énonce que « *les dispositions du II de l'article L.233-9 du Code de commerce*

¹ Art.223-12, II et III RG AMF.

ne s'appliquent pas lorsque la société de gestion ou le prestataire de services d'investissement ne peut exercer les droits de vote que sur instruction directe ou indirecte de la personne mentionnée au I de l'article L.233-7 (...) ou de toute autre personne contrôlée par cette dernière au sens de l'article L.233-3 »¹. Dit autrement, l'exclusion n'est justifiée que dans la mesure où le déclarant n'est pas en mesure d'orienter l'exercice des droits de vote attachés aux titres détenus par l'entité détentrice.

Ces exclusions visent des situations dans lesquelles les titres énumérés ne sont pas susceptibles d'accroître l'influence du déclarant, à raison de deux facteurs. Le premier, classique au plan de la théorie du droit des biens, se fonde sur la détention par un tiers des titres exclus et constitue une exception à l'assimilation des actions détenues par les sociétés contrôlées (1). La seconde, fondée sur l'inclusion des titres dans le portefeuille de négociation des prestataires de services d'investissement, repose sur une distinction entre portefeuille de négociation et d'investissement stratégique des intermédiaires financiers (2). Les exclusions reposent ainsi tant sur le mode de gestion que sur la finalité de la gestion des titres en cause.

1. L'exclusion fondée sur la détention précaire des titres par un tiers

630. Les exclusions qu'énoncent les 1° et 2° de l'article L.233-9, II du Code de commerce résultent d'un postulat similaire. Selon ces dispositions, ne sont pas assimilées aux actions et aux droits de vote de la personne tenue à l'information prévue au I de l'article L.233-7 : « 1° *Les actions détenues par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou les SICAF gérés par une société de gestion de portefeuille contrôlée par cette personne au sens de l'article L.233-3, dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers sauf exceptions prévues par ce même règlement ; 2° Les actions détenues dans un portefeuille géré par un prestataire de services d'investissement contrôlé par cette personne au sens de l'article L.233-3, dans le cadre du service de gestion de portefeuille pour compte de tiers dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, sauf exceptions prévues par ce même règlement »². Les actions détenues par les organismes de placement collectif comme par les prestataires de services d'investissement dans le cadre du service de gestion de portefeuille pour compte de tiers n'ont pas vocation à accroître la puissance de vote de la personne qui les contrôle car leur condition de détention*

¹ Transposant le paragraphe 5 de la directive 2007/14/CE, les 1° et 2° de l'article 223-12, IV RG AMF définissent de façon compréhensive ce qu'il faut entendre par instruction directe et instruction indirecte. Alors que la première consiste dans le fait de « préciser » comment la société de gestion ou le prestataire doit exercer les droits de vote dans des circonstances déterminées, l'instruction indirecte, libre quant à sa forme, est essentiellement définie à partir de son effet et dans sa finalité, consistant à limiter « le pouvoir discrétionnaire de la société de gestion ou du prestataire dans l'exercice des droits de vote, afin de servir des intérêts commerciaux propres à la personne tenue à la déclaration ou à la personne contrôlée ».

² Ces exclusions transposent respectivement les paragraphes 4 et 5 de l'article 12 de la directive 2004/109/CE.

fait obstacle à l'exercice d'une quelconque influence de celle-ci à l'occasion de l'exercice des droits de vote¹. Elles reposent ainsi toutes deux de façon implicite sur les obligations du mandat de gestion qui pèsent sur les mandataires.

631. Il est fait abstraction du contrôle qu'exerce la personne tenue à l'information, d'une part sur la société de gestion de portefeuille en charge de l'OPCVM ou de la SICAF², d'autre part sur le prestataire de services d'investissement qui réalise une prestation dans le cadre du service de gestion de portefeuille pour le compte des tiers³. Le pouvoir de fait qu'exerce le détenteur actuel de l'action exclut toute possibilité pour la personne qui le contrôle d'orienter l'exercice du droit de vote que comporte les actions. Les liens juridiques entre le titulaire des actions et le détenteur actuel des actions empêche toute détermination de l'exercice du droit de vote et ne participent ainsi nullement de la puissance de vote du déclarant. Il résulte ainsi des termes mêmes de l'article D.321-1, 4° du Code monétaire et financier que le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers s'exerce dans le cadre d'un mandat, dont les parties sont, en relation à l'exclusion étudiée, le prestataire de services d'investissement et son client. Par effet du mécanisme de représentation parfaite que constitue le mandat⁴, le contrat de prestation de services d'investissement constitue un titre qui confère au prestataire la qualité de détenteur précaire⁵, au sens de l'article 2257 du Code civil⁶. Les pouvoirs du prestataire sur la chose et, par voie de conséquence, ceux de la personne qui le contrôle, sont limités par la reconnaissance des droits du client résultant du mandant de gestion. Si, en qualité de détenteur précaire, le prestataire « *ne peut prétendre posséder sur [la chose] un droit, qu'il reconnaît à celui dont il tient la chose, et qui la possède donc corpore alieno* »⁷, le mandat

¹ Elles constituent donc essentiellement une exception à l'assimilation prévue par l'article L.233-9, I, 2° Ccom.

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 134-1, p. 207. Il s'agit de sociétés d'investissement à capital fixe créées par l'ordonnance n° 45-2710 du 2 novembre 1945, dont le régime a été modifié par l'ordonnance n° 2009-107 du 30 janvier 2009. L'article 2 de l'ordonnance a d'ailleurs modifié la rédaction de l'exclusion qui ne se référaient pas aux SICAF dans sa version résultant de la loi n° 2005-842 du 27 juillet 2005.

³ Art. 321-1, 4° COMOFI, défini à l'article D.321-1, 4° comme « le fait de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers dans le cadre d'un mandat donné par un tiers ».

⁴ Art. 1984 Cciv. La représentation peut se définir comme « un procédé juridique qui permet à une personne, le représentant, d'agir au lieu et place d'une autre personne, le représenté », F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 173, p. 182. Dans le même ouvrage, sur la distinction entre représentation parfaite, dont le figure emblématique est le mandat, et la représentation imparfaite (par exemple le contrat de commission), n° 173 et n° 175 et s., p. 183.

⁵ « Le fermier, le dépositaire, l'usufruitier, l'emprunteur, le mandataire, sont parties à un acte qui, par lui-même, vaut reconnaissance du droit réel d'autrui sur la chose. (...) Ainsi, la détention précaire est-elle liée à un titre juridique », P. MALAURIE et L. AYNÈS, *Les biens*, 4^e éd., Defrénois 2010, n° 501, p. 151.

⁶ Il s'agit de l'ancien article 2231 ayant fait l'objet d'une renumérotation à la faveur de l'adoption de la loi n° 2008-561 du 17 juin 2008 sur la prescription. Rédigé dans des termes identiques, l'article 2257 dispose que « quand on a commencé à posséder pour autrui, on est toujours présumé posséder au même titre s'il n'y a preuve contraire ».

⁷ P. MALAURIE et L. AYNÈS, *Les biens*, 4^e éd., Defrénois 2010, n° 501, p. 151. La *Proposition de réforme du Livre II du Code civil relatif aux biens* élaborée par la Commission présidée par le professeur PERINET-MARQUET comporte une définition de la détention, qui en précise les relations avec la situation de possesseur. L'article 559 de la proposition entérine l'analyse selon laquelle la détention est essentiellement la situation juridique de possession pour autrui qui dérive d'un titre. Ainsi, l'article 559 serait rédigé dans les termes suivants : « la détention est l'exercice licite d'un pouvoir précaire exercé sur un bien en vertu, notamment, d'un

conclu avec le client a un objet particulier qui consiste en la gestion discrétionnaire et individualisée d'instruments financiers. Ce mandat implique ainsi que l'acquisition des actions répond à un objectif essentiel résidant dans la gestion du portefeuille pour le compte du client. Un tel objectif exclut structurellement pour le prestataire l'exercice des prérogatives politiques associées au titre dans un sens qui n'aurait pas été déterminé par le client.

632. C'est ce que viennent confirmer les conditions auxquelles l'exclusion est subordonnée par l'article 223-12, I du règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui dispose que l'exclusion prévue au 2° de l'article L.233-9, II ne trouve à s'appliquer qu'« *à condition que le prestataire ne puisse exercer les droits de vote attachés à ces actions que s'il a reçu des instructions de son mandant ou qu'il garantisse que l'activité de gestion de portefeuille pour compte de tiers est exercée indépendamment de toute autre activité* »¹. En somme, l'assimilation n'est écartée qu'à la condition que le prestataire soit soumis aux instructions de son client dans l'exercice des droits de vote. Juridiquement, la personne qui contrôle le prestataire n'est pas en mesure d'influencer la mise en œuvre des droits de vote sans que ne soient méconnues les obligations qui découlent du mandat de gestion de portefeuille. Ainsi en va-t-il pour les actions gérées dans un OPCVM ou une SICAF par une société de gestion contrôlée par le déclarant. Liées aux porteurs de parts ou actionnaires par un contrat de mandat², les sociétés de gestion ont l'obligation d'exercer les droits de vote attachés aux titres détenus par les OPCVM et SICAF qu'elles gèrent « *dans l'intérêt exclusif des actionnaires ou porteurs de parts de ces organismes* » comme de rendre compte de leurs pratiques de vote et d'expliquer les motifs les ayant conduites à ne pas exercer ces droits, en vertu de l'article L.533-22 du Code monétaire et financier. Ainsi, « *c'est donc parce que les droits de vote attachés aux actions détenues par les OPCVM ne peuvent être exercés dans l'intérêt de la personne qui contrôle la société de gestion, mais dans celui des actionnaires ou des porteurs de parts, qu'ils sont écartés du calcul du numérateur : la même justification peut être avancée pour les actions détenues dans un portefeuille individuel car comme tout prestataire, le gestionnaire doit agir au mieux des intérêts de son client* »³.

titre prévoyant sa mise à disposition, tel le bail, le dépôt ou le prêt. Le détenteur ne possède pas pour lui-même mais pour le compte du propriétaire, sauf si son comportement, contredisant le droit du propriétaire, manifeste son intention d'être possesseur ».

¹ Ces exigences résultent de la transposition de l'article 12, paragraphe 5 de la directive 2004/109/CE.

² La relation entre les porteurs de parts, copropriétaires de l'actif d'un fonds commun et la société de gestion a été analysée comme un mandat particulier : « La spécificité de l'opération tient au mode de conclusion du contrat qui prend la forme de l'adhésion du souscripteur au règlement du fonds et à l'impossibilité pour le souscripteur de révoquer la société gestion comme il révoquerait un mandataire, son désaccord s'exprimant par son retrait par la voie d'une demande de rachat de ses parts. Il s'agit donc d'un mandat original dont le régime s'explique par la nature du règlement et le particularisme de la nature juridique des fonds communs », T. BONNEAU et F. DRUMMOND, 3^e éd., n° 213, p.292-293 ; T. BONNEAU, « Les fonds communs de placement, les fonds communs de créance et le droit civil », *RTD civ.* 1991, n° 66 et s., p. 34.

³ T. BONNEAU, « La réforme 2005 des franchissements de seuils », préc., n° 20.

2. L'exclusion fondée sur la distinction entre portefeuille de négociation et portefeuille d'investissement stratégique

633. Quoique répondant aux conditions fixées par l'article 223-12, II à IV, au même titre que les deux exclusions précédentes, celle énoncée par l'article L.233-9, II, 3^{o1} a une justification différente. Ce n'est cette fois pas le mode de gestion des titres qui justifie l'exclusion de l'assimilation mais leurs caractéristiques et leur inclusion au sein du portefeuille de négociation du prestataire de services d'investissement. Il s'agit en effet des instruments mentionnés à l'article L.233-9, I, 4^o, qui permettent à leur propriétaire d'acquérir à leur seule initiative les actions et droits de vote déjà émis. L'exclusion apparaît ainsi comme une exception à l'assimilation de principe de ces instruments à la participation du déclarant. L'exclusion est toutefois plafonnée et ne joue qu'« à condition que ces instruments ne donnent pas accès à une quotité du capital ou des droits de vote de l'émetteur de ces titres supérieure à un seuil fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers » à 5%².
634. La considération prédominante tient à l'inclusion des instruments financiers dans le portefeuille de négociation du prestataire. Cette notion est aujourd'hui définie à l'article 11 de la directive 2006/49/CE du 14 juin 2006³. Elle désigne, selon le paragraphe premier, « toutes les positions sur instruments financiers et produits de base détenues à des fins de négociation ou dans le but de couvrir d'autres éléments du portefeuille de négociation et qui sont libres de clauses restreignant leur négociabilité ou peuvent être couvertes ». Le paragraphe second vient ensuite préciser que « les positions détenues à des fins de négociation sont celles délibérément détenues en vue d'une cession à court terme et/ou dans l'intention de tirer profit d'écarts à court terme, réels ou anticipés, entre cours acheteurs et cours vendeurs ou d'autres variations des cours ou de taux d'intérêt. Le terme « position » englobe les positions pour compte propre et les positions liées aux activités pour le compte de la clientèle et aux activités de teneur de marché ». Le paragraphe 3 vient compléter ces définitions en énonçant que « la finalité de négociation est démontrée sur la base des stratégies, politiques et procédures mises en place par l'établissement pour gérer la position ou le portefeuille ».

¹ Introduite par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009.

² Article 223-13, I, *in fine* : « Les dispositions du 4^o de l'article L.233-9 du Code de commerce et du II de l'article 223-11 s'appliquent dès que les actions mentionnées au a) représentent une quotité du capital ou des droits de vote de l'émetteur supérieure à 5% ».

³ Directive 2006/49/CE du Parlement européen et du conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (refonte), JO L 177 du 30.6.2006, p. 201. Selon le considérant 17, « Il est nécessaire de prévoir la notion de «portefeuille de négociation», comprenant des positions en titres et autres instruments financiers détenus à des fins de négociation et exposés principalement aux risques de marché et aux risques liés à certains services financiers fournis au client ». La définition antérieure était donnée à l'article 2, 6) de la directive 93/6/CEE du Conseil du 15 mars 1993, sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, JO n° L 141 du 11.06.1993, p. 0001-0026.

635. Il résulte alors de cette définition que les titres visés par l'exclusion constituent des positions détenues à des fins de négociation destinées à couvrir d'autres éléments du portefeuille de négociation. Les instruments ainsi détenus ont donc une fonction de couverture et ont vocation à être cédés à court terme. L'accès au capital ou aux droits de vote qu'ils permettent à leur titulaire devient en somme une caractéristique juridique accessoire dans le cadre de l'exclusion, compte tenu de la finalité poursuivie par le prestataire. Ces titres ne sont pas détenus en raison des droits qu'ils peuvent conférer d'acquérir des actions ou des droits de vote mais comme instruments de couverture. Ainsi, « [c]e portefeuille de trading ne répond pas à une logique d'investissement stratégique dans l'émetteur »¹.
636. **Synthèse** - La complexité du dispositif répond à la difficulté qu'il y a à réduire à des catégories juridiques l'élément d'information qui doit être transmis au marché en matière de franchissement de seuils. Les difficultés relatives à la détermination des instruments financiers objet de l'obligation trouvent une explication commune dans la volonté des instances normatives de rendre compte de l'influence réelle exercée par un investisseur au sein d'un émetteur.

L'objet de la réglementation des franchissements de seuils, constitué par la communication au public de la puissance de vote du déclarant, institue des obligations d'information propres au droit des instruments financiers. Les obligations déclaratives en la matière sont originales en ce qu'elles imposent à une personne de communiquer au public son influence au-delà des actions dont il a la pleine propriété.

Cet élément particulier d'information que constitue la puissance de vote du déclarant est essentiel pour le marché en ce qu'il révèle par avance les possibilités d'un changement de contrôle. La fonction prédictive de l'information s'accomplit sur un élément clé pour le marché, qui explique le régime spécifique auxquelles sont soumises les obligations déclaratives, assorties d'obligations complémentaires et soumises à une sanction spéciale.

SECTION II : Le régime des déclarations de franchissements de seuils

637. La fonction prédictive des obligations déclaratives relatives à la puissance de vote ne s'exprime pas seulement en relation à la complexité de leur objet mais en explique le régime. L'étude de leur régime révèle ainsi la prise en compte par les instances normatives des implications de l'objectif d'anticiper les changements de contrôle dans les sociétés cotées.

La recherche d'anticipation de l'évolution du pouvoir au sein de la société explique la manière dont sont déterminées les personnes tenues à la déclaration lorsqu'elles agissent de

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 470, p. 670.

manière collective. Il en résulte que la détermination de l'obligation déclarative conduit à l'assortir d'une modalité tenant à la pluralité de ses débiteurs lorsque plusieurs investisseurs agissent dans le cadre d'une action de concert.

En outre, en ce que l'information relative à la puissance de vote est destinée à assurer la progressivité des changements de contrôle, elle induit l'existence de différentes obligations complémentaires qui viennent se greffer sur l'obligation déclarative à l'occasion du franchissement de certains seuils et, tantôt la renforcent, tantôt la dépassent.

C'est enfin la détermination de la sanction caractéristique liée à l'inexécution de l'obligation déclarative qui résulte de son objet même. Les obligations d'information dues par les investisseurs font l'objet d'un dispositif nettement plus précis et rigoureux quant à leur régime que celles auxquelles sont tenus les émetteurs. L'article L.233-14 du Code de commerce énonce expressément les sanctions spécifiques qui s'appliquent à l'inexécution par les investisseurs de leur obligation déclarative.

L'étude du régime des obligations déclaratives sera conduite en mettant en relation ses différents éléments avec leur objet particulier, que constitue la puissance de vote du déclarant, et leur finalité, qui consiste à assurer la progressivité des changements de contrôle. Seront successivement analysées la modalité subjective dont est affectée l'obligation déclarative dans le cadre d'une action de concert (§1), puis les obligations complémentaires¹ attachées au franchissement de certains seuils (§2), et enfin les sanctions attachées à l'inexécution des obligations déclaratives (§3).

§1. Une obligation plurale par ses sujets : l'action de concert comme modalité subjective de l'obligation déclarative

638. La détermination de la puissance de vote tient également à la définition des personnes tenues à la déclaration. L'influence exercée sur l'émetteur ne peut être appréciée de façon purement individuelle en la personne du seul détenteur d'une participation. L'exercice du pouvoir au sein des émetteurs étant le plus souvent collectif, la puissance de vote doit être appréciée à l'égard d'une pluralité de personnes lorsque celles-ci agissent de concert. Est tenue de déclarer un franchissement de seuils toute personne agissant seule ou de concert, ainsi qu'en dispose de façon générale l'article L.233-7, I, du Code de commerce. La réglementation connaît toutefois certaines exemptions, qui tiennent à l'absence d'influence effective sur l'émetteur des personnes auxquelles elles s'appliquent. Ainsi que cela a été souligné par un auteur, ces exemptions, qui résultent des IV et V de l'article L.233-7, du Code de commerce

¹ V. la même présentation, limitée aux déclarations d'intention dans A. COURET, H. LE NABASQUE, *op. cit.*, n° 1491, p. 1114.

« reposent sur une idée commune : les actions n'ont pas été acquises ou ne sont pas détenues avec la volonté d'influer sur l'émetteur »¹.

639. Là où les exemptions dispensent certaines personnes de toute obligation déclarative², la notion d'action de concert³ entreprend au contraire d'assimiler les intérêts de plusieurs actionnaires⁴. La définition du pouvoir conféré par une prise de participation est appréhendée de manière globale, concrète et circonstanciée, compte tenu de la réalité des rapports d'influence qui s'exercent entre les différents actionnaires.
640. Appliquée à une action de concert, l'obligation déclarative a donc en réalité un objet simple qui rend compte de deux réalités. Si son objet premier réside dans la hauteur de la participation atteinte par les concertistes, la bonne exécution de l'obligation de déclaration de franchissement de seuil conduit à révéler du même coup l'existence du concert tout comme l'identité des concertistes. L'information qui doit être transmise au marché porte donc tant sur la fraction du capital que possèdent les concertistes que sur la réalité du concert. Elle met alors en lumière les alliances stratégiques qui existent entre certains actionnaires du fait de leur incidence potentielle sur la gestion de la société. Ainsi, outre l'importance pratique que revêt la définition de l'action de concert aux fins de la détermination des débiteurs de

¹ T. BONNEAU, « La réforme 2005 des franchissements de seuils », *Bull. Joly Bourse*, 2005, p. 694 et s., n° 21 ; à propos de la directive transparence du 15 décembre 2004, un autre auteur remarque qu'« elle accorde, ou laisse les États libres d'accorder, des exemptions à l'obligation de déclarer un franchissement de seuil dans de nombreux cas où il n'y pas de volonté de contrôle » : P.-H. CONAC, « L'incidence de la directive 2007/14/CE du 8 mars 2007 en matière de franchissement de seuils », *RTDF* n° 3 2007, p. 8.

² Sur les exemptions, T. BONNEAU, « La réforme 2005 des franchissements de seuils », *Bull. Joly Bourse*, 2005, p. 694 et s., n° 21 et s. ; A. DETHOMAS, « Les nouvelles obligations en matière de franchissements de seuils », *RDBF*, janv.-févr. 2007, étude 4, n° 26 et s. ; F. BUCHER, « Le nouveau dispositif sur les franchissements de seuils après la loi Breton du 26 juillet 2005 », *Bull. Joly*, 2005, p. 1307 et s. ; O. DOUVRELEUR, « Franchissement de seuils : la transposition réglementaire de la directive d'exécution du 8 mars », *RTDF* n° 2 – 2008, n° 3-9, p. 90-91 ; P.-H. CONAC, « L'incidence de la directive 2007/14/CE du 8 mars 2007 en matière de franchissement de seuils », *RTDF* n° 3 – 2007, p. 10-11. La proposition de directive modifiant la directive transparence et sa directive d'application du 25 octobre 2011 modifie quelque peu l'article 9, paragraphe 6 de la directive Transparence relativement à l'exclusion des titres détenus dans un portefeuille de négociation, inscrite à l'article L.233-7, IV, 3° du Code de commerce, en prévoyant dans un nouvel alinéa à l'article 9, paragraphe 6, que « le seuil de 5% visé au point a) du premier alinéa est calculé en tenant compte des participations agrégées visées aux articles 9, 10 et 13 ».

³ La loi n° 89-531 du 2 août 1989, relative à la sécurité et à la transparence du marché financier a opéré la transposition de l'article 7 de la directive n° 88-627/CEE du 12 décembre 1988 en créant un article 356-1-3 dans la loi du 24 juillet 1966. Elle n'était toutefois pas une notion nouvelle en soi, l'expression ayant déjà été utilisée par la commission de bourse depuis sa première décision générale du 23 janvier 1970. Sur la notion en général, T. BONNEAU, « L'action de concert », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec, 2009, p. 97-115. D. SCHMIDT, « Action de concert », *Dictionnaire Joly des sociétés* ; P. LE CANNU, « L'action de concert », *Rev. soc.* 1991, p. 675. Ouvrages généraux : T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n°749-751, p.889-893 ; M. GERMAIN et V. MAGNIER, *Traité de droit des affaires – Les sociétés commerciales*, t. 2, 20° éd., L.G.D.J. 2011, n° 2239 et s., p. 1000 et s. ; M. COZIAN, A. VIANDIER, F. DEBOISSY, *op. ci.*, n° 1028, p. 524-525.

⁴ Note de C. GOYET, sous CA Paris, 1^{ère} ch. Sect. H, 2 avril 2008, n° 2007/11675, *Sté Sacyr Vallehermoso c/ Sté Eiffage*, *RTD com.* 2008, p. 390 : « L'article L.233-10, I a pour objet immédiat de permettre à l'AMF de qualifier les pactes d'actionnaires qui lui sont transmis en application de l'article L.233-11. Leurs signataires seront alors tenus, le cas échéant, de faire masse de l'ensemble de leurs participations comme si elles n'en formaient qu'une seule ».

l'obligation déclarative, le concert se profile comme un fondement incident de l'obligation d'information¹.

641. L'information porte tout d'abord sur l'existence d'un accord dont l'objet est défini de façon duale². Au sens de l'article L.233-10, I, l'accord doit être conclu « *en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer des droits de vote* ». L'accord est donc constitué tant par un acte translatif de droits de vote que par un acte qui porte sur leur exercice³, ces deux objets alternatifs pouvant bien évidemment être présents cumulativement dans un même accord.
642. Toutefois, l'étude de l'action de concert comme modalité subjective de l'obligation déclarative révèle la fonction qui est assignée à cette dernière en raison de la finalité poursuivie par les concertistes. La notion de concert est ainsi aujourd'hui définie par la loi et reconnue en jurisprudence de manière principalement subjective afin de rendre compte de l'influence collective que se proposent d'acquérir les concertistes dans la société (A). Cette nécessité d'apprécier la puissance de vote à une échelle collective pour fonder des anticipations conduit alors à s'interroger sur la pertinence du recours à l'obligation solidaire comme modalité de l'obligation déclarative qui s'impose à titre individuel et collectif à une pluralité d'investisseurs agissant de concert. La solidarité est-elle adaptée à la révélation d'une influence acquise de manière collective par les concertistes (B) ?

A. Le fondement de l'obligation plurale : la finalité du concert

643. Au-delà des incertitudes qu'entraîne la détermination même d'un concert, c'est certainement la finalité des concertistes qui permet d'appréhender précisément la fonction dévolue à l'obligation d'informer le marché. L'accord conclu entre les concertistes l'est en effet « *en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer les droits de vote, pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société* », au sens de l'article L.233-

¹ C'est ainsi qu'il a pu être affirmé que « les déclarations de franchissement de seuils (...) constituent donc le premier enjeu de l'article L.233-10, I. Autrement dit, lorsque l'AMF estime que tel pacte tombe sous les termes de l'article L.233-10, I, ses signataires doivent être considérés comme agissant de concert dans l'intérêt de la qualité de l'information procurée par les déclarations auxquelles ils sont, dès lors, collectivement astreints », C. GOYET, note précitée, p. 390.

² La cour d'appel de Paris a affirmé dans l'affaire Eiffage, n'ayant pas donné lieu à un arrêt de cassation, que l'article L.233-10 « n'exige pas que l'accord résulte d'un écrit, ni qu'il revêt un caractère contraignant », CA Paris, 2 avril 2008, n° 2007/11675, *Sté Sacyr Vallehermoso c/ Sté Eiffage* : T. BONNEAU, *Dr. sociétés*, octobre 2008, comm. 212 ; L. FAUGEROLAS et E. BOURSICAN, *Bull. Joly Bourse*, juin 2008, p. 209. Y. PACLOT, *JCP E* 2008, 1828 ; P. LE CANNU, *Rev. soc.* 2008, p. 394 ; C. GOYET, *RTD com.* 2008, p. 390. Sur l'arrêt précité, cf. *infra*, n° 647.

³ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 750, p. 890. Les auteurs précisent que « [c]ette dualité d'accords ne doit toutefois pas induire en erreur : ils résultent généralement d'un même instrumentum qu'il convient d'analyser avec précision pour caractériser l'action de concert », n° 750, p. 891.

10, I¹. Depuis la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010², la même disposition précise que l'accord peut également avoir pour finalité d' « *obtenir le contrôle de la société* ». Sans s'exclure nécessairement, conduite d'une politique commune et obtention du contrôle constituent donc bien aujourd'hui les deux finalités prêtées à l'action de concert, susceptibles d'une appréciation séparée. La volonté de contrôle peut ne pas inclure de politique commune et la politique commune peut établir un concert sans l'objectif de prendre le contrôle³.

644. Cette définition générique qui résulte du texte précitée est complétée par une autre disposition qui précise l'objectif particulier des personnes agissant de concert dans l'hypothèse particulière d'une offre publique d'acquisition. Il s'agit de l'article L.233-10-1 du Code de commerce⁴, issu de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 qui dispose qu' « *En cas d'offre publique d'acquisition, sont considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord avec l'auteur d'une offre publique visant à obtenir le contrôle de la société qui fait l'objet de l'offre. Sont également considérées comme agissant de concert les personnes qui ont conclu un accord avec la société qui fait l'objet de l'offre afin de faire échouer cette offre* ». Ce dernier texte révèle la prise en compte par la règle de droit de l'image belliqueuse que renvoient les prises de contrôle hostiles et construit, comme par reflet, la définition de l'action de concert dans l'hypothèse d'une offre publique d'acquisition. Le concert peut exister entre les attaquants comme entre les éventuels défenseurs⁵.

¹ Ainsi, les deux objets que peut avoir l'accord entre les concertistes ont une même finalité : « la mise en œuvre d'une politique vis-à-vis de la société, c'est-à-dire d'une stratégie, d'une action que les concertistes déterminent ensemble pour la réalisation d'objectifs vis-à-vis de la société : par exemple, la conservation du pouvoir ou encore le maintien de la cohérence du noyau d'actionnaires dans l'objectif de garantir la continuité et la pérennité des orientations stratégiques de l'entreprise », T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 750, p. 890. Sur les modifications survenues dans la rédaction du texte ayant permis de préciser la finalité commune aux deux types d'accord, T. BONNEAU, « L'action de concert », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec, 2009, n° 244-246, p. 98 ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 750, encadré p. 891.

² Article 48 de la Loi n°2010-1249 de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010.

³ Pour une illustration récente, Com., 15 mars 2011, n° 10-11877, *Aubenas et a.c/ Libération*, D. BOMPOINT, « Concert n'est pas nécessairement contrôle », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 431 ; F. MARTIN-LAPRADE, « Concert ne rime pas toujours avec contrôle », *Rev. soc.* 2011, p. 552, dans lequel est déclaré « constitutif d'une action de concert » « un accord pour mettre en place une nouvelle organisation des organes de gestion ». Ainsi, la politique commune peut se limiter à une « politique sociale » sans qu'il faille exclure la qualification d'action de concert.

⁴ Transposant celle résultant de l'article 2.1, d) de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, JOUE 30.04.2004, L.142/12, définissant les personnes agissant de concert comme « les personnes physiques ou morales qui coopèrent avec l'offrant ou la société visée sur la base d'un accord formel, oral ou écrit, visant à obtenir le contrôle de la société visée ou à faire échouer l'offre »

⁵ On a toutefois pu s'interroger sur l'application de l'article L.233-7 au concert visé par l'article L.233-10-1, du fait de sa postériorité aux règles de franchissement de seuils. Il faut toutefois estimer avec un auteur que « le défaut de renvoi à un texte définissant le concert conduit à considérer que l'article L.233-7 ne peut pas se limiter au concert de l'article L.233-10 et doit englober le concert de l'article L.233-10-1, ce qui nous paraît d'ailleurs être de bon sens. Car il est bien évident que le concert de défense se transforme, au moins en partie, en concert visant au contrôle si ses membres franchissent l'un des seuils visés par ce texte dont l'application s'imposera alors » T. BONNEAU, « L'action de concert », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec, 2009, n° 290, p. 113. On peut par ailleurs estimer que, tant l'article L.233-7, I, que l'article

645. Aux fins de la détermination des débiteurs de l'obligation d'information au marché, qui devient alors une obligation de révélation au marché de l'existence d'une action commune, la parenté entre les deux définitions de l'action de concert est telle qu'elle conduit à interroger l'utilité de l'ajout réalisé à la première par la loi de régulation bancaire. S'agissant d'instaurer un lien entre concert et prise de contrôle, ainsi qu'on l'a observé, l'ajout paraît inutile car « *le lien entre concert et contrôle est fait dans la seconde définition de l'action de concert, celle issue de la transposition de la directive OPA* »¹. Par extension, c'est le bien fondé du maintien d'une définition propre à l'action de concert dans le cadre d'une offre publique qui peut être questionné. On peut en effet douter aujourd'hui de l'utilité de conserver une telle définition propre aux offres publiques, dès lors que l'obtention du contrôle constitue aujourd'hui l'une des finalités incluses dans la définition générale du concert à l'article L.233-10, I, qui vient d'être évoquée. Si le concert est une notion finalisée, que ce soit à l'acquisition ou à la conservation du contrôle, en quoi faudrait-il préciser que les accords conclus avec l'auteur ou la cible d'une offre publique y appartiennent ? En tous les cas, il apparaît bien que l'acquisition, comme la conservation du contrôle, implique que l'accord aura pour objet l'acquisition, la cession ou l'exercice de droits de vote. Dès lors que la définition générale inclut dans son champ la définition spéciale, quelle peut donc être l'utilité de conserver cette dernière ?
646. On s'en convaincra en évoquant l'élargissement continu du champ de la notion dans la jurisprudence récente qui a conduit à l'intervention du législateur. Ce sont tout spécialement les affaires *Eiffage* et *Gecina* qui ont attiré l'attention de la doctrine en raison des extensions du domaine de l'action de concert qu'elles ont traduites. Ayant précisément pour enjeu les conditions de conformité d'une offre publique obligatoire² dans le cadre d'accords dont il s'agissait d'établir s'ils constituaient un concert, les décisions rendues dans ces deux affaires ont vocation à rejaillir sur le champ de cette obligation élémentaire qu'est l'obligation déclarative. Celle-ci s'étend à la mesure du domaine de l'action de concert.

Compte tenu du grand nombre d'analyses auxquelles elles ont donné lieu³, ces deux affaires ne seront ici qu'évoquées, pour mettre en lumière leurs apports et les questions qu'elles

L.233-9, I, 3° fondent respectivement l'obligation déclarative et l'assimilation sur une référence générique aux personnes agissant de concert. Alors que les occasions n'ont pas manqué, l'absence de précision à cet égard lors des modifications apportées à ces dispositions depuis l'adoption de l'article L.233-10-1 conduit à le soumettre aux obligations déclaratives.

¹ A.-C. MULLER, « Offres publiques et action de concert », *RDBF*, mars-avril 2011, dossier 11, n° 4.

² V. le dossier *Action de concert et dépôt d'une offre obligatoire*, *RDBF*, sept.-oct. 2008, ét. 27-29, p. 56 : C. BAJ, « Action de concert et dépôt d'une offre obligatoire : réflexions à la lumière de l'affaire Gecina », *RDBF*, sept.-oct. 2008, ét. 28, p.57 ; J.-F. BIARD, « Action de concert et non-conformité d'une offre publique », ét. 29, p. 67 ; adde, C. BAJ, « Action de concert et dépôt d'une offre publique d'achat : deux réflexions à la lumière de l'affaire Eiffage », *RDBF*, mai-juin 2008, ét. 9, p. 8 ; du même auteur, « Action de concert et dépôt obligatoire d'une offre publique d'achat : réflexions à la lumière de l'affaire Eiffage. – L'action de concert dans l'affaire Eiffage : les aspects débattus », *RDBF*, mai-juin 2008, ét. 10, p. 10.

³ Pour une liste exhaustive des références sur ces deux affaires, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 751, encadré p. 893.

soulèvent à l'égard du domaine de l'action de concert et de celui, corrélatif, de l'obligation d'information. Alors que l'affaire Eiffage confère une prédominance à l'élément subjectif qu'est la finalité commune poursuivie par les concertistes au plan de la preuve de l'action de concert¹ (1), l'affaire Gecina a conduit à son extension en procédant à une lecture abstraite de la politique commune, entendue comme la politique des concertistes. Cette extension conduit à recentrer l'information sur l'acquisition du contrôle plutôt que sur ses conséquences concrètes à l'égard de l'émetteur (2).

1. *Affaire Eiffage* : l'existence de l'accord déduite d'une finalité commune

647. Dans cette affaire, l'Autorité des marchés financiers avait demandé à une société initiatrice – la société Sacyr –, considérant qu'elle agissait de concert avec d'autres sociétés, de déposer un projet d'offre publique obligatoire après avoir déclaré non conforme le projet d'offre publique d'échange déposé par ladite société². Appel avait donc été formé contre cette décision par la société initiatrice qui n'avait pas été avisée du franchissement de seuil du tiers du capital et de l'acquisition de 5% du capital en moins de douze mois qui lui étaient imputés avec les autres sociétés réputées agir de concert. L'initiatrice contestait l'existence du concert allégué conduisant à assimiler à ses propres actions les titres détenus par d'autres sociétés.
648. Si la décision prise par l'Autorité des marchés financiers est annulée par la Cour d'appel de Paris, au motif que n'ont pas été respectés les droits de la défense des sociétés dans le cadre

¹ C'est aussi cette prédominance de la finalité poursuivie par les concertistes qui justifie l'énoncé de présomptions de concert par l'article L.233-10, II du Code de commerce, dont la dernière en date, énoncée au 5°, résulte de la loi n° 2007-211 du 19 février 2007 sur la fiducie. Le législateur prend en compte l'influence qui s'exerce entre différents actionnaires liés par des relations juridiques de contrôle ou induisant une communauté structurelle d'intérêts. Cette communauté d'intérêts permet en effet de présumer une action commune. C'est alors la preuve de défaut d'accord, qui permet de combattre la présomption fondée sur la vraisemblance d'une action commune. La question ayant déjà été abondamment traitée, on se bornera à indiquer quelques études qui comportent des développements sur la question en particulier, P. LE CANNU, « L'action de concert », *Rev. soc.* 1991, p. 675, spéc. n° 13-17, qui voit dans l'intérêt commun « la notion sous-jacente », « le facteur implicite qui détermine la construction intellectuelle de l'action de concert » (n° 12) ; D. SCHMIDT et C. BAJ, « Réflexions sur la notion d'action de concert », *RDBB*, mai-juin 1991, p. 86 ; A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 4^e éd. Francis Lefebvre 2010, n° 1545 et s., p.253 ; T. BONNEAU, « L'action de concert », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec, 2009, n° 261 et s., p. 104. F. MARTIN-LAPRADE, *Concert et contrôle – Plaidoyer en faveur d'une reconnaissance de l'action de concert par le droit commun des sociétés*, Joly éditions, 2007, n° 334 et s., p. 231. P. LE CANNU, « Société par actions simplifiée et action de concert », *Bull. Joly Bourse*, 1994, p. 325.

² Décision de sanction AMF, n° 207C1202, 26 juin 2007. Dans sa décision, le régulateur entendait imposer aux concertistes le dépôt d'un projet d'offre conforme aux articles 234-2, 234-6 et 231-8 RG AMF ainsi que L.433-3, IV COMOFI. Les textes visés impliquent ainsi, à la charge de l'initiateur, l'obligation d'assortir l'offre d'une option en numéraire en faveur des actionnaires de la cible, ainsi qu'en dispose l'article 231-8, al.3 : « Lorsque l'initiateur, agissant seul ou de concert, a acquis en numéraire, au cours des douze mois précédant le dépôt du projet d'offre, des titres conférant plus du vingtième du capital ou des droits de vote de la société visée, l'offre doit comporter une option en numéraire ».

procédure d'injonction prévue à l'article L.621-14 du Code monétaire et financier¹, son raisonnement est validé sur la question de la définition de l'action de concert. La société initiatrice contestait en effet l'existence du concert en reprochant à l'Autorité des marchés financiers d'avoir retenu une action de concert « *sans disposer de la preuve écrite d'un accord contraignant, en se fondant presque exclusivement sur les comportements parallèles des prétendus concertistes sur le marché, exclusifs d'un accord en vue d'appliquer une politique commune durable, et sans tenir compte des dénégations sur l'honneur de ces derniers* ». Se fondant sur une multiplicité d'indices tenant aux actes et intentions déclarées de la société Sacyr d'acquérir le contrôle d'Eiffage et sur les prises de participation parallèles des autres sociétés, inférieures au seuil de 1% générateur d'une obligation déclarative statutaire, la Cour d'appel reprend les constatations opérées par l'Autorité des marchés financiers pour conclure à l'existence d'une action de concert. Elle déclare en effet non conforme le projet d'offre publique d'échange présenté par Sacyr dans des termes qui méritent d'être reproduits : « *dès lors que l'article L.233-10 précité n'exige pas que l'accord résulte d'un écrit, ni qu'il revête un caractère contraignant, c'est par une appréciation pertinente que la Cour fait sienne que la décision retient que le rapprochement des éléments rappelés ci-avant révèle, nonobstant les déclarations en sens contraire des intéressés, que les acquisitions successives d'actions d'Eiffage par Sacyr et par les six autres sociétés nommées ont procédé, non d'un simple parallélisme des comportements, mais d'une démarche collective organisée tendant à la poursuite d'une finalité commune consistant à se grouper pour apparaître en force afin d'imposer ensemble, par surprise, lors de l'assemblée générale extraordinaire d'Eiffage du 18 avril 2007, une recomposition à leur avantage du conseil d'administration leur permettant ensuite de réaliser le rapprochement entre les deux sociétés ; qu'eu égard au caractère subreptice de ces manœuvres, qui méconnaissent notamment les obligations d'information sur les prises de participation rappelées à l'article L.451-2 du Code monétaire et financier, c'est à bon droit que l'AMF a estimé que le projet d'offre publique d'échange (...) ne pouvait dès lors être déclaré conforme (...)* ».

649. Cette longue citation s'impose en qu'elle constitue en elle-même un raisonnement de nature à renouveler la manière dont sont associés éléments objectif et subjectif de l'action de concert². Partant de l'apparente liberté des formes qui résulte des termes de l'article L.233-10 quant à l'accord qui doit exister entre les concertistes, la Cour d'appel de Paris retient une définition empirique de l'action de concert. Suivant une logique non formaliste, la Cour d'appel de Paris

¹ CA Paris, 2 avril 2008, n° 2007/11675, préc. On observera avec un auteur qu'« on peut ne pas être totalement convaincu par cette motivation factuelle car le franchissement de seuil était l'enjeu de la qualification d'action de concert. Et on peut penser que les parties avaient bien conscience des enjeux de la qualification d'obligation de déposer un projet d'offre publique. Mais bien sûr, à partir du moment où le Code monétaire et financier impose la nécessité d'obtenir les explications des personnes concernées par l'injonction avant que celle-ci soit prononcée, il est évident que ces explications doivent être fortement sollicitées. De sorte que l'arrêt du 2 avril 2008 mérite d'être approuvé », T. BONNEAU, *Dr. sociétés*, octobre 2008, comm. 212.

² Sur les interprétations diverses dont cet arrêt a pu faire l'objet, voir H. LE NABASQUE, *RDBF* n° 3 - 2008, comm. 93.

caractérise l'accord, à la suite de l'Autorité des marchés financiers, à partir du comportement collectif suivi par les concertistes. Elle infère ainsi de la démarche collective prêtée aux concertistes l'existence d'un accord entre eux. En somme, la détection d'une finalité commune aux intéressés, associée à des indices comme mode de preuve¹, permet d'induire l'existence entre eux d'un accord, élément objectif de l'action de concert. En effet, quoique la question posée porte sur l'existence d'un accord entre les concertistes, la réponse qu'apporte la Cour d'appel en infère l'existence d'une action commune, établie par une série d'indices révélant la finalité commune poursuivie par les différentes sociétés intéressées. En somme, c'est par la preuve de l'élément subjectif de la notion qu'est apportée celle de son élément objectif².

650. L'appréciation n'est toutefois pas purement subjective en ce que la finalité commune est révélée par « *une démarche collective organisée* », caractérisée par l'évocation d'une longue série d'indices. Les éléments subjectifs sont en effet toujours caractérisés, d'une façon ou d'une autre, par des éléments d'espèce concrets constitués, en l'occurrence par des indices³. L'adoption d'un tel raisonnement par indices paraît devoir être approuvé en ce que l'élément objectif de l'action de concert, c'est-à-dire l'action concertée de plusieurs investisseurs, est « *à première vue, non pas un accord, mais... une action* »⁴. À défaut d'accord écrit, contraignant ou non, comme tel était le cas en l'espèce, régulateur et juridiction étaient ainsi conduits « *à scruter, non pas un accord, mais des faits* »⁵. C'est toutefois la détection d'une finalité commune aux concertistes qui permet de conclure à l'existence d'un accord, au-delà du simple parallélisme des comportements observé⁶. À suivre la définition législative, il semble

¹ « En matière d'action de concert, les juges semblaient (...) conserver quelques réticences à utiliser des présomptions non légales. L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 2 août 2008 va plus loin en consacrant la possibilité de prouver le concert par des indices graves, précis et concordants », note précitée de L. FAUGEROLAS et E. BOURSICAN, *Bull. Joly Bourse*, juin 2008, p. 214, n° 9 et s., et les exemples cités. Concernant la méthode utilisée, les mêmes commentateurs observent que « [c]es indices graves, précis et concordants listés un par un par la cour témoignent de la suffisance et de l'efficacité des indices comme mode de preuve de l'action de concert. Toutefois, ces indices forment un tout indissociable, chacun pris séparément ne pourrait suffire à qualifier un concert. C'est donc à une approche méticuleuse mais globale à laquelle nous invitent l'AMF et la Cour d'appel ».

² Analysant le considérant précité, un auteur note qu'« ayant manifesté par cette formule que la mise en œuvre d'une politique commune destinée à prendre le contrôle d'Eiffage était, de son point de vue, avérée, la cour a pu considérer les dénégations des « intéressés » comme lettre morte », Y. PACLOT, *JCP E* 2008, 1828, n° 17.

³ Sur la preuve en dehors des présomptions, à l'occasion de l'affaire Eiffage, A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 4^e éd., Francis Lefebvre, 2010, n° 1554, p. 255.

⁴ C. GOYET, *RTD com.* 2008, p. 390.

⁵ *Ibid.*, p. 392. Le même auteur énonce plus loin à juste titre qu'en l'espèce, « l'accord liant les sociétés espagnoles n'a jamais pu être examiné. La seule réalité tangible, c'était leur action. Tout indiquant que cette action était commune, la preuve était faite qu'une action de concert existait entre elles », *ibid.*

⁶ « Lorsqu'il est tacite, [l'accord] s'induit de comportements convergents et concomitants, l'accord des concertistes ne résultant pas de la rencontre de volontés que postule le consensualisme, mais de leur coexistence, tendues vers un but commun », Y. PACLOT, *JCP E* 2008, 1828, n° 15. Le même auteur observe avec raison que « si, au regard du droit de la concurrence, le parallélisme des comportements vaut présomption d'entente parce que, sur le marché des biens et services, le comportement aligné des opérateurs en compétition révèle une action concertée, il n'en va pas de même sur les marchés financiers où le parallélisme de comportements des investisseurs – qui ne jouent pas les uns contre les autres – est normal, à la fois parce que ceux-ci disposent, en principe, des mêmes informations et que leurs choix sont limités », n° 17. Favorable au raisonnement adopté, un

que l'accord entre les concertistes permette de matérialiser la finalité commune poursuivie dont le marché a vocation à être informé. Avec l'arrêt *Eiffage*, la perspective s'inverse et c'est l'existence d'une finalité commune, élément subjectif de l'action concertée, qui permet de déterminer l'existence d'un accord.

651. Le raisonnement adopté est alors le suivant. La constatation de comportements parallèles¹ nourris d'éléments circonstanciés révélant une action commune met en lumière l'existence d'un accord². Selon les termes d'un commentateur, « *cet enchaînement inéluctable, qui déduit l'accord de la constatation d'une action commune, ne peut être brisée que par la preuve incombant aux intéressés, d'un parallélisme fortuit des comportements* »³. Plus que l'accord, c'est en réalité la finalité poursuivie, que traduit le recours à l'expression « démarche collective organisée », liée à l'analyse des indices associés aux comportements en examen, qui permet alors de fonder la reconnaissance d'un accord⁴.
652. La méthode est adaptée à la recherche de transparence. C'est d'ailleurs en définitive sur le fondement du défaut de déclaration de franchissement de seuils liée à l'assimilation des participations entre les différents concertistes que se fondera l'arrêt de la Cour d'appel dans le sens de la non-conformité de l'offre publique d'échange projetée⁵. Les comportements inspirés par une finalité commune mettent en lumière l'existence d'un accord, élément d'information somme toute secondaire pour le marché. L'action commune, fondée sur un projet commun, importe plus que la preuve directe de l'existence de l'accord. Cette détermination essentiellement subjective, fondée sur les indices de l'existence d'une

auteur remarque qu' « on ne peut qu'approuver la prudence qui conduit à rejeter l'idée selon laquelle le parallélisme des comportements suffit à caractériser l'action de concert. Décider le contraire aurait non seulement un effet inflationniste sur le contentieux, mais surtout donnerait au hasard des conséquences brutales et fâcheuses. On peut avoir la même analyse du marché sans pour autant se mettre d'accord. En revanche, le concept de démarche collective organisée montre bien que c'est volontairement que les opérateurs se groupent en concert, d'autant plus que la finalité de leur action est commune », P. LE CANNU, *Rev. soc.* 2008, p. 404, n° 14.

¹ Pour un rapprochement avec la solution retenue en droit de la concurrence, dans lequel la qualification d'entente est écartée dès lors que le parallélisme de comportements peut trouver une explication étrangère à l'existence d'une concertation, la note A.-C. MULLER, *RDBF*, nov.-déc. 2007, p. 67, citant l'arrêt *Ahlström*, CJCE, 31 mars 1993, aff.C-89/85 : *Rec. CJCE* 1993, I, p. 1307. Également, rapprochant l'action de concert et les ententes, P. LE CANNU, « L'action de concert », *Rev. soc.* 1991, p. 765, n°3, qui observait de façon pénétrante qu' « une certaine fluidité de la notion devrait néanmoins se maintenir car elle procède de la substance de cette notion : le concert n'est pas une technique juridique uniforme, il est étroitement dépendant des circonstances et des buts qu'il se donne, il ne se conçoit que dans l'action. Il peut être comparé à l'entente du droit de la concurrence, également polymorphe et en partie caractérisée par ses buts ».

² C. GOYET, *RTD com.* 2008, p. 391 : « l'intérêt essentiel de la notion d'action de concert est de permettre de déduire inmanquablement l'existence de cette réalité immatérielle qu'est un accord d'une réalité matérielle (des comportements, des faits...) ».

³ *Ibid*, p. 391.

⁴ « La notion remonte de l'action (visible) à l'accord (invisible). Elle ne peut par construction, emprunter la direction inverse. L'utilité considérable de la notion (ou, sans doute, du concept) d'action de concert est de permettre de partir de ce qui est visible pour parvenir à coup sûr à ce qui ne l'est pas », préc. p. 391.

⁵ En soulignant que les manœuvres « méconnaissaient notamment les obligations d'information sur les prises de participation rappelées à l'article L.451-2 du Code monétaire et financier », la Cour d'appel renvoie en effet aux articles L.233-7 à L.233-14 du Code de commerce, que se contente de reproduire le Code monétaire et financier.

orientation commune entre les concertistes constituent en réalité le cœur de la prévention à laquelle répond la notion d'action de concert en matière de franchissement de seuils¹.

2. *Affaire Gecina* : l'extension de la finalité de l'accord à la prise de contrôle

653. Le montage compliqué élaboré par trois actionnaires de référence de la société espagnole Metrovesca, qui contrôlait la société française Gecina, a été plusieurs fois exposé dans les nombreux commentaires qu'a suscités cette affaire². Il suffit de rappeler ici que, dans le cadre d'un accord de séparation, deux actionnaires de Metrovesca devaient céder leur participation dans cette société et renforcer en contrepartie leur participation dans la filiale française. Dans cette perspective, l'opération finale de l'accord de séparation avec le troisième actionnaire de référence de Metrovesca, consistait au lancement par Gecina d'une offre publique de rachat de ses propres actions en vue de leur annulation. Les deux actionnaires de références auraient ainsi vu leur participation cumulée passer de 32,72% (15,36% et 17,36%) à 42,7%, en raison de l'effet « relatif » engendré par l'annulation des actions rachetées. Estimant que ce projet d'offre publique de rachat mettait les deux actionnaires de référence de Gecina en situation de dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique, le concert retenu entre eux conduisant à assimiler leur participation, l'Autorité des marchés financiers avait déclaré l'opération envisagée non conforme³. Un appel fut formé par les actionnaires de référence de Gecina contre cette décision, dont le rejet⁴ donna lieu à un pourvoi en cassation.
654. L'existence d'un accord ne prêtant pas à discussion en l'espèce, « *le mobile des concertistes est devenu par voie de conséquence prééminent dans l'administration de la preuve de l'action de concert* »⁵. Les requérants contestaient d'une part l'existence d'une action de concert entre eux et d'autre part que l'opération ait eu pour effet de les placer en situation d'offre publique

¹ La décision suscite toutefois des appréciations opposées en doctrine quant à ses conséquences pour l'initiatrice, qui n'a pas été tenue de déposer une offre publique obligatoire. Le problème posé est alors celui du caractère automatique de cette offre dès lors que le seuil pertinent a été franchi. Sur cette question, les avis diffèrent : v. Y. PACLOT, *JCP E* 2008, 1828, n° 17 ; dans le dossier *Action de concert et dépôt d'une offre publique obligatoire*, *RDBF*, sept.-oct. 2008, ét. 27, p. 56, par D. SCHMIDT ; C. BAI, « Action de concert et dépôt d'une offre obligatoire : réflexions à la lumière de l'affaire Gecina », ét. 28, p. 57 ; J.-F. BIARD, « Action de concert et non-conformité d'une offre publique », ét. 29, p. 67.

² Par exemple, D. MARTIN, B.-O. BECKER, G. GIULIANI, *Chron. RTDF* n° 1 – 2010, p. 99-102.

³ Décision de sanction AMF, 13 décembre 2007 : *RDBF*, mars 2008, p. 49, J.-F. BIARD.

⁴ CA Paris, 1^{ère} ch., sect. H, 24 juin 2008, *SA Gecina* : *JurisData* n° 2008-001386 ; *Dr. sociétés* 2008, comm. 213, note T. BONNEAU ; *Rev. soc.* 2008, p. 644, note F. MARTIN-LAPRADE ; *RTD com.* 2008, p. 818, note N. RONTCHEVSKY ; *Banque & Droit*, 2008, p.36, obs. H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE ; *Bull. Joly Bourse*, 2008, p.n389, note B. ZABALA ; *Bull. Joly* 2009, p.135, note H. LE NABASQUE ; *RDBF* 2009, dossier 29 ; E. BOURSICAN et C. CARDON, « L'arrêt « Gecina » du 24 juin 2008 : (encore) de nouveaux développements sur l'action de concert », *RTDF* n° 3 - 2008, p. 26 et s.

⁵ B. ZABALA, note sous *Com.*, 27 octobre 2009, n° 08-18819, *Crespo et a. c/ Gecina* : *Bull. Joly Bourse*, janv. 2010, p. 30, n° 6.

obligatoire. Par trois arrêts du 27 octobre 2009¹, la chambre commerciale de la Cour de cassation va rejeter les pourvois dans leur intégralité.

655. C'est essentiellement le rejet du second moyen dans le pourvoi formé par les consorts Soler qui nous intéresse ici². Sur le fondement de l'article L.233-10, les consorts Soler contestaient qu'un accord de séparation eut pour objet « *une détermination en commun (...) de la gestion ou de la stratégie économique et commerciale de Gecina* » et que, s'agissant d'un accord qui « *devait épuiser ses effets une fois ses opérations d'exécution menées à bien* », il s'agissait « *dès lors, d'un simple accord ponctuel* », dont les stipulations « *n'étaient pas de nature à caractériser une volonté commune de déterminer durablement la gestion ou la stratégie de Gecina* ». En outre, l'existence d'une action de concert était contestée en ce que les opérations résultant de l'accord n'auraient nullement impliqué l'exercice par les intéressés de leurs droits de vote³. La chambre commerciale y répond en bloc en estimant que la Cour d'appel a correctement caractérisé les éléments constitutifs de l'action de concert, dont la définition est reprise au début de son attendu. Elle retient en effet qu'en l'espèce, la politique commune « *consiste à faire procéder à une suite d'opérations, incluant le projet d'offre publique de rachat, dans le dessein de réaliser la séparation de l'ensemble constitué par les sociétés Metrovesca et Gecina par la répartition du patrimoine de ces deux sociétés au profit de deux groupes d'actionnaires distincts* ». Le premier enseignement est que l'accord de séparation n'est pas en lui-même contradictoire avec l'existence d'une politique commune à l'égard des sociétés dont les patrimoines sont répartis entre les différents actionnaires signataires. Reprenant les constatations de la Cour d'appel, la chambre commerciale poursuit en estimant que « *l'arrêt relève encore que cette politique commune, par elle-même exclusive d'un accord ponctuel, s'inscrit dans la stratégie explicitement annoncée par le préambule de cet accord et retient qu'il importe peu qu'elle ne soit mise en œuvre que de manière temporaire* ». Second enseignement : la politique commune vis-à-vis de la société, finalité de l'action de concert, si elle est exclusive d'un accord ponctuel, peut n'être mise en œuvre que de manière temporaire.
656. Pour synthétiser le double enseignement de l'affaire Gecina, la politique commune vis-à-vis de la société ne se réduit pas à la détermination de la stratégie de la société mais s'étend à l'accroissement de l'influence au sein de l'émetteur entre les concertistes, c'est-à-dire à la politique poursuivie par ceux-ci⁴. Elle peut en outre se ramener à une série d'opérations dont la réalisation ponctuelle s'inscrit dans une certaine durée¹.

¹ Com., 27 octobre 2009, pourvois n° 08-17782, n° 08-18779 et n° 08-18819 : R. MORTIER, *Dr. sociétés*, n° 3, mars 2010, comm.52 ; B. ZABALA, *Bull. Joly Bourse*, janv.2010, p. 26 ; *RDBF*, janv.-févr. 2010, comm. 27, obs. H. LE NABASQUE.

² Pourvoi n° 08-18819.

³ À ces griefs résultant des trois premières branches du deuxième moyen s'en ajoutent un fondé sur la dénaturation des termes de l'accord par les juges de fond, que la chambre commerciale écarte comme surabondant.

⁴ Selon les mots d'un commentateur, « la Cour de cassation affirme clairement qu'il s'agit de la politique des concertistes (consistant ici en la restructuration à leur profit de l'actionnariat de la société) et non de la politique

657. Au plan général de la délimitation du champ d'application des obligations déclaratives, la solution apparaît pleinement justifiée. Le changement dans la répartition du pouvoir constitue en soi l'objet de l'information à destination du marché. Les évolutions de la géographie du capital et la perspective d'un changement de contrôle sont au service de la prise de décision des investisseurs sur le marché davantage encore que les modifications ultérieures de la stratégie de l'émetteur consécutives au changement de contrôle lui-même². Ainsi, selon les mots d'un auteur, « *la certitude³ du changement futur de contrôle suffit, lequel préfigure une reprise en main de la gestion de la cible, assortie ou non d'une évolution de ses lignes directrices* »⁴. La fonction prédictive de l'information est remplie par la simple révélation au marché d'une évolution significative du contrôle sur lequel les actionnaires apparaissent en mesure de formuler une appréciation avant même que la stratégie nouvelle adoptée par les actionnaires de référence ne se soit concrètement exprimée. En somme, l'information sur l'évolution des participations n'est utile que comme prévention à la réalisation du changement de contrôle. Exiger que soit déterminée la politique sociale pour admettre l'existence de l'action de concert reviendrait à retarder l'exigibilité de l'information utile lorsque les conséquences concrètes sur la société se sont déjà réalisées. L'acquisition du contrôle se voit conférer de façon abstraite une dimension politique en soi, ce qui est pleinement cohérent avec la perception du marché et donc nécessaire aux fins de son information.
658. La loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 est ainsi venue entériner une extension de la définition de l'action de concert déjà réalisée par la jurisprudence précitée. Sont en effet considérées comme agissant de concert les personnes « *qui ont conclu un accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer les droits de vote, (...) pour obtenir le contrôle de la société* » par le nouvel article L.233-10, I du Code de commerce. Le choix opéré par le législateur invite ainsi à penser le concert destiné à l'acquisition du contrôle indépendamment de l'existence d'une politique commune⁵, à l'instar

sociale laquelle, on le sait, pourra être ultérieurement définie et mise en œuvre une fois acquis le pouvoir de domination de la société », B. ZABALA, *Bull. Joly Bourse*, janv. 2010, p. 31, n° 8.

¹ Nous partageons l'appréciation généralement favorable formulée en doctrine à cet égard : v. par exemple B. ZABALA, *Bull. Joly Bourse*, janv. 2010, p. 31, n° 9 et les références citées : « autant un accord ponctuel, instantané apparaît depuis longtemps incompatible avec la mise en œuvre d'une politique vis-à-vis de la société, autant, par delà cette certitude théorique et jurisprudentielle, une série d'opérations fondées sur un accord-cadre exécutées successivement dans le temps, et ce, même temporairement, peut être de nature à constituer une politique commune. L'action de concert peut en effet n'être que temporaire, le temps strictement nécessaire à l'accomplissement du but des concertistes ».

² « La *ratio legis* du texte vise en outre et sans conteste la prévention de contrôles occultes saisis dans leur immédiateté sans attendre la concrétisation des effets des comportements convergents », note préc., p. 32, n° 12.

³ Et même la simple probabilité selon les cas, ajouterions-nous.

⁴ B. ZABALA, note précitée, p. 32, n° 12.

⁵ Comme le remarque un auteur, « il existe bien des tentatives de prise de contrôle sans politique commune (...) : quand des « amis », intermédiaires ou autres, aident une personne à prendre le contrôle ou à acquérir une position de contrôle dans une société, ils aident avec des contreparties qui peuvent n'avoir rien à voir avec l'exercice du pouvoir (...). La conquête du pouvoir n'est pas l'exercice », J.-F. BIARD, « Présentation du nouveau régime des offres publiques et de l'action de concert », *RDBF*, nov.-déc. 2010, comm. 229, p. 103

de ce qui résultait du projet de loi, quoiqu'en des termes légèrement différents¹. La réciproque est également vraie². La politique commune n'implique pas nécessairement le contrôle. Le concert peut exister, ainsi qu'il a été vu dans l'affaire Gecina, de manière ponctuelle. Ce qui importe est l'association de la puissance de vote, fût-elle ponctuelle, en relation à une résolution en particulier, dès lors que celle-ci intéresse la gestion de la société³. Dès lors, pourquoi exclure le concert générant une obligation déclarative dans l'hypothèse d'un accord entre actionnaires, tendant simplement à l'exercice des droits de vote à l'occasion d'une assemblée générale, dès lors que l'association des pouvoirs de vote conduit au franchissement d'un seuil ? Si les franchissements de seuils concourent à la prévention des prises de contrôle rampantes en supposant la révélation d'une action de concert, ils ont un objet plus immédiat consistant en la mise en lumière du poids décisionnel des actionnaires dont l'action de concert permet l'assimilation. Une chose est la détection des prises du contrôle, une autre, une information sur la géographie du capital compte tenu de l'association de la puissance de vote de plusieurs actionnaires. Dans la ligne de la jurisprudence évoquée, « *le projet de loi consacre ainsi une évolution majeure de la notion de concert* »⁴, « *de quoi graver, en somme, la jurisprudence Gecina dans le marbre sécurisant de la loi* »⁵.

659. Comme objet de l'obligation d'information, l'action de concert a donc vocation à permettre de mettre en lumière, avant même les déclarations d'intention, qui ne sont exigibles que lors du franchissement du seuil de 10%⁶, l'existence d'une volonté d'influence sur l'émetteur de la part des concertistes. Compte tenu de son objet, aujourd'hui élargi au contrôle, l'action de concert révèle en elle-même l'intention des concertistes. En somme, c'est un recentrage direct de l'information sur l'objectif des concertistes qu'exprime l'action de concert. Il convient alors d'apprécier si le régime de l'obligation d'information, lorsqu'elle pèse sur une pluralité de débiteurs, est adapté à l'objectif poursuivi.

¹ Dans l'article 8 du projet n°2165 du 16 décembre 2009, étaient considérées comme agissant de concert les personnes ayant conclu un accord « soit pour obtenir le contrôle d'une société, soit pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ». Selon une heureuse formule, « la notion de concert disposait ainsi de deux jambes : l'une stratégique, la volonté de mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la société ; l'autre purement tactique visant les moyens mis en œuvre par les personnes concernées pour conquérir le pouvoir et prendre le contrôle », J.-F. BIARD, « Présentation du nouveau régime des offres publiques et de l'action de concert », *RDBF*, nov.-déc. 2010, comm. 229, p. 103.

² *Contra*, J.-F. BIARD, « Présentation du nouveau régime des offres publiques et de l'action de concert », préc., estimant qu'« il ne peut exister de politique commune sans contrôle », p. 103.

³ Arrêt *Aubenas c/ Libération Com.*, 15 mars 2011, préc.

⁴ J.-F. BIARD, « Projet de la loi de régulation bancaire et financière », *RDBF*, mars-avril 2010, comm. 73, p. 74-75 : « Désormais, l'action de concert n'est plus définie seulement au regard de la volonté d'acquiescer ensemble des droits de vote ou de les exercer en vue de mettre en œuvre une politique commune à l'égard de la société, mais aussi au regard des moyens tactiques mis en œuvre par les parties concernées pour conquérir le pouvoir et prendre le contrôle de la société ». Voir également dans cet article les précisions concernant l'extension de l'offre publique obligatoire qu'entraînerait une telle réforme aux concerts offensifs désormais directement appréhendés par la référence au contrôle.

⁵ R. MORTIER, *Dr. sociétés*, mars 2010, comm.52.

⁶ Cf. *infra*, n° 675.

B. Le régime de l'obligation plurielle : l'obligation solidaire

660. L'action de concert tend à révéler l'acquisition collective de la puissance de vote par une pluralité d'investisseurs. Il importe d'établir qu'ils agissent ensemble comme de rendre compte de la réalité de l'influence ainsi acquise collectivement. Or, en vertu de l'article L.233-10, III du Code de commerce, les personnes agissant de concert sont tenues solidairement aux obligations qui leur sont faites par les lois et règlements¹. Par effet de ce texte, les obligations déclaratives, qui restent uniques quant à leur objet, deviennent plurielles dans le cadre d'une action de concert et pèsent individuellement et collectivement sur chaque concertiste. Telle est la conséquence qu'emporte le recours à la technique des obligations solidaires². La solidarité apparaît comme la traduction juridique du lien qui existe entre les concertistes indépendamment de toute déclaration de volonté en ce sens³. L'article L.233-10, III du Code de commerce institue entre les concertistes un rapport de solidarité tel que le définit l'article 1200 du Code civil dans les termes suivants : « *Il y a solidarité de la part des débiteurs, lorsqu'ils sont obligés à une même chose, de manière que chacun puisse être contraint pour la totalité, et que le paiement fait par un seul libère les autres envers les créanciers* »⁴.
661. La solidarité qui unit les concertistes est donc déterminée par la loi et s'apparente à ce qu'un auteur a défini comme une « *obligation légale et solidaire* » pour la distinguer de la solidarité

¹ Art. 356-1-3, dernier alinéa de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966. L'action de concert a donc pour « effet essentiel (...) de créer une solidarité entre toutes les personnes qui participent au dit concert », T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 749, p. 889. Un auteur remarque ainsi que « dès l'origine, la loi ne s'est pas contentée de prévoir des règles de preuve : elle a également prévu les effets de l'action de concert », T. BONNEAU, « L'action de concert », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec, 2009, n° 248, p. 99. Le même auteur souligne toutefois que « si l'action de concert apparaît ainsi essentiellement comme génératrice d'obligations, elle peut être également, et même si cet aspect semble plus accessoire, génératrice de droit. La preuve en est que les personnes agissant de concert, qui détiennent au moins 95% des droits de vote de la société, peuvent volontairement initier une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire. La vision que l'on a de l'action de concert ne doit donc pas être entièrement négative du point de vue des actionnaires majoritaires et des initiateurs d'offres publiques ; elle doit être également positive », n° 251, p. 100.

² Avec la solidarité, l'obligation d'information est ainsi affectée d'une modalité subjective en ce qu'elle devient plurielle par ses débiteurs. On parle aussi d'obligations à sujets multiples, J. FLOUR, J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *Les obligations – 3. Le rapports d'obligations*, 7^e éd., Sirey 2011, n° 304 et s., p. 287 et, sur l'obligation solidaire, n° 307, p. 289.

³ La solidarité posée par le Code de commerce a une valeur générale et soumet l'action de concert au régime unique de l'obligation solidaire. Sa portée n'est donc pas limitée à la seule obligation déclarative et s'étend donc, à titre d'exemple à l'obligation de déposer un projet d'offre au public lors du franchissement des trois dixièmes du capital ou des droits de vote telle qu'elle résulte de l'article L.433-3, I COMOFI.

⁴ On rappellera que l'article 1202 alinéa premier, pose à titre de principe que « la solidarité ne se présume point ; il faut qu'elle soit expressément stipulée », avant de formuler à l'alinéa second l'exception selon laquelle « cette règle ne cesse que dans les cas où la solidarité a lieu de plein droit, en vertu d'une disposition de la loi ». En réalité, cette rédaction est défectueuse en ce que l'alinéa 2 n'est pas contraire à l'idée que la solidarité ne se présume pas. Lorsqu'elle est instituée par une disposition de la loi, stipuler la solidarité apparaît simplement sans portée. La nouvelle rédaction de cette article retenue dans l'*avant-projet de réforme du droit des obligations* paraît ainsi à la fois plus concise et plus exacte : « La solidarité ne se présume pas ; elle ne peut résulter que de la loi, d'une convention ou des usages du commerce ».

légale traditionnelle. Alors que, pour cette dernière, « *le législateur se borne à écarter la nécessité d'une stipulation expresse pour qu'une dette ait un caractère solidaire* »¹, l'obligation légale et solidaire « *consiste en l'adjonction dans une dette, avec solidarité, d'une ou plusieurs personnes qui, sans la loi, eussent été juridiquement étrangères à cette dette. (...) Ce faisant, elle [la loi] crée donc l'obligation avant de la rendre solidaire, quand elle se bornait, dans les deux catégories précédentes, à imprimer ce caractère à une dette préexistante. En d'autres termes, c'est l'obligation même qui est légale et non la seule solidarité* »².

Hypothèse particulière d'obligation solidaire et légale, celle d'informer l'émetteur et le marché à l'occasion du franchissement d'un seuil qui pèse sur les concertistes doit être précisée quant à son domaine (1). Il conviendra ensuite d'interroger la pertinence d'une telle qualification à l'égard de l'obligation déclarative (2).

1. Le domaine incertain de la solidarité

662. Une incertitude existe toutefois quant au champ d'application de la solidarité. L'article L.233-10, III du Code de commerce n'opère aucun renvoi à la seconde définition du concert visée à l'article L.233-10-1 du Code de commerce³. Faut-il alors retenir deux modalités différentes d'exécution des obligations déclaratives qui dérivent du concert en fonction de sa finalité ? Il faut en tout cas distinguer les deux hypothèses de l'action de concert d'après leurs conséquences, l'article L.433-3 du Code monétaire et financier ne faisant obligation de

¹ A. HONTEBEYRIE, *Le fondement de l'obligation solidaire en droit privé français*, préf. L. AYNÈS, Economica, 2004, VI, p. 3-4. Obligation légale et solidaire et solidarité légale traditionnelle doivent en outre être distinguée d'une troisième forme de solidarité légale qui « consiste à instaurer, à la charge d'une pluralité de personnes coresponsables d'un même dommage, une obligation solidaire de réparer celui-ci », VII, p. 4.

² A. HONTEBEYRIE, *Le fondement de l'obligation solidaire en droit privé français*, préf. L. AYNÈS, Economica, 2004, VIII, p. 6. La notion d'obligation légale et solidaire rend parfaitement compte de la présentation faite des effets de l'action de concert par deux auteurs dans un article bien connu : « d'une part, [l'article 356-1-3] met à la charge des personnes agissant de concert des obligations qui, sans le concert, ne leur incomberaient pas ; ainsi, celui qui acquiert, par exemple, 4% du capital d'une société cotée n'est soumis à aucune obligation légale de déclaration de franchissement de seuil ; mais s'il agit de concert avec une autre personne qui acquiert aussi 4% du capital de la même société, il sera tenu d'une obligation de déclarer le franchissement du seuil de 5%. D'autre part, le texte précise logiquement que les personnes agissant de concert sont tenues solidairement entre elles : chacune (1 bis), dans l'exemple précité, est tenue à l'obligation de déclarer le franchissement du seuil de 5% par l'effet de l'action de concert. L'alinéa troisième de l'article 356-1-3 contient donc une prescription très originale, puisqu'il met à la charge de certaines personnes des obligations, de surcroît solidaires, que celles-ci n'ont pas expressément souscrites », D. SCHMIDT et C. BAJ, « Réflexions sur les effets de l'action de concert », *RDBB*, sept.-oct. 1991, p. 182. Dans le même sens, un auteur évoque la « solidarité passive légale des membres du concert », D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, 3^e éd., Litec 2008, n° 371, p. 221. Égal. P. LE CANNU, « L'action de concert », *Rev. soc.* 1991, p. 677, n° 4, énonçant que le concept de concert « crée un lien entre des comportements qui, sans lui, seraient traités isolément suivant les règles ordinaires ».

³ « L'article L.233-10-1 n'est pas seulement muet quant à son objet : il l'est également sur ses conséquences, de sorte que l'on a pu se demander s'il génère l'effet caractéristique de l'action de concert, à savoir la solidarité », T. BONNEAU, « L'action de concert », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec, 2009, n° 288, p. 112.

déposer un projet d'offre obligatoire qu'aux seuls concertistes de l'article L.233-10¹. Outre cette obligation particulière, le domaine du concert est rarement précisé par les dispositions législatives qui se réfèrent à la notion sans distinguer le type de concert². À s'en tenir à une lecture littérale de l'article L.233-10-1, et par application des règles générales énoncées à l'article 1202 du Code civil, alors que la solidarité caractériserait les concerts poursuivant les finalités énoncées à l'article L.233-10, les concertistes ne seraient que conjointement tenus, sous la réserve d'une stipulation contraire, des obligations qui découlent de l'accord visant à obtenir le contrôle de la société en vertu de l'article L.233-10-1. Quelle pourrait être la signification d'une obligation conjointe en relation à l'exécution d'une obligation d'information liée au franchissement d'un seuil en vue de l'acquisition du contrôle de l'émetteur ? En effet, les participations détenues par les concertistes en cas d'offres publiques d'assimilation sont soumises, en l'absence de précision contraire, à l'assimilation qui résulte de l'article L.233-9, I, 3°. Si l'on admet l'application des règles de franchissement de seuil à l'action de concert dans le cas d'une offre publique d'achat, il n'est pas de raison d'en distinguer les modalités d'exécution.

663. La difficulté provient en réalité de l'articulation différente entre l'assimilation et la définition de concert qui résulte des directives européennes. Seule la directive 2004/25/CE définit l'action de concert. La directive transparence se contente d'énoncer un cas d'assimilation sans référence à la notion d'action de concert³. Le législateur national décline une même notion à des situations différentes. Par un argument *a contrario*, à défaut de toute précision dans la loi française, il n'y a pas de raison de considérer que les deux hypothèses d'action de concert sont soumises à un régime différent⁴. On ajoutera qu'aucune disposition communautaire n'y fait obstacle. L'article L.233-10-1 n'est donc qu'un « cas » d'action de concert dont le régime doit suivre, sauf disposition en sens contraire, celui énoncé par l'article L.233-10 et emporte donc la solidarité des concertistes.
664. Concluons par le fait que cette question semble aujourd'hui définitivement tranchée, du fait de l'extension de la finalité du concert de l'article L.233-10, I du Code de commerce par la loi de régulation bancaire et financière. Il ne fait plus de doute que, même lorsqu'ils agissent en vue de l'obtention du contrôle, les concertistes sont soumis au III de la même disposition.

¹ T. BONNEAU, « L'action de concert », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec, 2009, n° 289, p. 113. L'occasion n'a pas été saisie de préciser ce point à l'occasion de l'adoption de la loi de régulation bancaire et financière.

² T. BONNEAU, « L'action de concert », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec, 2009, n° 292, p. 113 : « Le règlement général comporte trois types de référence au concert : une référence sans renvoi textuel, une référence avec renvoi au seul article L.233-10 du Code de commerce et une référence avec renvoi aux articles L.233-10 et L.233-10-1 ». L'auteur remarque en particulier que « Le concert de l'article L.233-10-1 est, en revanche, pris en considération par les textes relatifs à l'information du marché », n° 295, p. 114 et les exemples donnés.

³ Art.10, a) de la directive 2004/109/CE

⁴ Cf. *supra*, n° 645.

2. La qualification impropre d'obligation solidaire

665. Par le biais de la solidarité, qui unifie les effets de l'action de concert, « *une finalité commune se dessine : éviter que les obligations en matière d'information, d'acquisition et de moyens de défense ne soient trop facilement contournées* »¹. L'obligation solidaire répond à un objectif compréhensible des instances normatives qui consiste à instituer plusieurs débiteurs d'une obligation d'information qui a leur action commune pour objet. On peut toutefois se demander si cet objectif est correctement satisfait par la solidarité, dont la portée en relation aux obligations déclaratives nées du concert est source de nombreuses incertitudes².
666. Différents éléments conduisent en effet à discuter la rigueur du recours à l'obligation solidaire en relation à l'exécution des déclarations de franchissement de seuil. Si l'article 8, paragraphe 1 de la directive 2007/14/CE dispose que l'obligation de notification est « *une obligation individuelle qui incombe à chaque détenteur d'actions ou à chaque personne physique ou morale visée à l'article 10* » de la directive 2004/109/CE, le paragraphe 2 vient toutefois préciser que « *dans les circonstances visées à l'article 10, point a), de la directive 2004/109/CE, l'obligation de notification est une obligation collective partagée par toutes les parties à l'accord* ». Le dispositif communautaire fait peser l'obligation déclarative sur l'ensemble des concertistes³. Cela n'explique pas de quelle façon celle-ci peut être exécutée dans des conditions emportant la libération de l'ensemble des concertistes. À cet égard, le paragraphe 3 énonce à sa première phrase que « *lorsque l'obligation de notification incombe à plus d'une personne physique ou morale, la notification peut prendre la forme d'une seule et unique notification commune* »⁴.
667. Or, une lecture attentive des dispositions précitées révèle que la prévision de la solidarité apparaît dénuée de portée quant à l'objet de l'obligation déclarative. Son effet principal, qui est celui de l'effet libérateur de l'exécution réalisée par l'un des codébiteurs contredit en effet le texte de la directive.

¹ T. BONNEAU, « L'action de concert », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec, 2009, n° 250, p. 100.

² S'agissant d'un cas de solidarité légale, un auteur observe que « la question du fondement de l'obligation solidaire n'a pas lieu de se poser lorsque l'obligation n'est pas de source volontaire. (...) Si donc le fondement lui-même de l'obligation solidaire n'appelle pas d'explications particulières en pareils cas, la situation dans laquelle ces débiteurs sont autoritairement attraités mérite en revanche d'être explicitée », A. HONTEBEYRIE, *Le fondement de l'obligation solidaire*, préf. L. AYNÈS, Economica, 2004, n° XII, p. 11-12.

³ Sur la situation antérieure, résultant du silence de la directive de 1988, et la pratique contraire suivie par les autorités de marchés, D. SCHMIDT et C. BAJ, « Réflexions sur les effets de l'action de concert », *RDBB*, sept.-oct. 1991, p. 183-184. Les auteurs remarquaient que les autorités de marché agissaient « comme si le texte de l'article 356-1 était ainsi rédigé : "toute personne physique ou morale et les personnes agissant de concert avec elles" », p.183-184 et l'avis SBF n° 91-1835 du 28 juin 1991 cité en ce sens.

⁴ L'Avis SBF n° 91-1835 précité avait admis le principe d'une déclaration « établie pour l'ensemble de ces personnes et signée par chacune d'elles ».

668. Quant à son objet tout d'abord, il convient de partir du constat suivant. Le seuil de participation fait l'objet d'un calcul particulier dans l'hypothèse d'une action de concert en ce que les titres ou les droits de vote des concertistes sont assimilés. Par effet de l'assimilation qui résulte de l'article L.233-9, I, 3° du Code de commerce, l'objet de l'obligation déclarative est le même pour tous les concertistes. Il consiste en l'addition des participations détenues par l'ensemble des membres du concert. L'obligation déclarative a donc, à défaut de toute autre précision, un objet indivisible. La solidarité n'a donc pas pour effet de rendre chaque concertiste débiteur de l'obligation d'information due à l'émetteur et au marché. Cela découle de l'assimilation. Il n'est ainsi pas nécessaire de prévoir la solidarité pour faire peser l'exécution de l'obligation sur chacun des concertistes¹ dès lors que celle-ci a un objet unique et indivisible. Le régime de l'obligation déclarative ne saurait alors suivre celui de l'obligation conjointe car ce serait admettre que l'information puisse être fractionnée, alors que l'assimilation conduit nécessairement à la faire porter sur toutes les participations des concertistes. Ainsi, une déclaration qui porterait sur une prise de participation individuelle par l'un des concertistes, dès lors qu'elle aurait été acquise dans le cadre d'un concert ne doit avoir aucun effet libérateur en raison du caractère indivisible de l'objet de la déclaration². En somme, par effet de l'assimilation, l'objet de l'obligation déclarative est le même pour tous³. Le fait générateur qu'est le franchissement de seuil résulte du concert lui-même, c'est-à-dire de la participation cumulée des concertistes. L'obligation déclarative porte donc de manière nécessaire sur la participation de l'ensemble des concertistes. Admettre le contraire contredirait en effet à l'assimilation résultant de l'article L.233-9, I, 3°. L'assimilation ainsi réalisée est réciproque, ou plutôt mutualisée, entre chacun des concertistes⁴. Comme les autres mécanismes d'assimilation, elle tend donc à préciser l'objet d'une déclaration unique. Il n'est

¹ « Les différents débiteurs doivent une même chose, la même dette. Peu importe qu'elle soit divisible ou indivisible ; si elle était indivisible, l'indivisibilité suffirait, et la solidarité ne présenterait pas d'intérêt, au moins à ce point de vue. La solidarité est surtout intéressante lorsque l'objet est divisible (...) », P. MALAURIE, L. AYNÈS et P. STOFFEL-MUNCK, *op. cit.*, n° 1360, p. 719.

² L'effet attaché à l'indivisibilité résultant de l'assimilation est alors le même que celui de la solidarité. « La solidarité a pour principal – mais non unique – effet d'empêcher la division des créances et des dettes en cas de pluralité de créanciers ou de débiteurs », F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 1244, p. 1228.

³ Il faut préciser toutefois que l'existence d'un concert n'exclut pas la nécessité de déclarations individuelles par certains concertistes et que la notification du concert ne les libère en rien des notifications dues à titre individuel, ainsi que le précise l'article 8, paragraphe 3, *in fine* de la directive 2007/14/CE : « Cependant, aucune des personnes physiques ou morales concernées ne peut être réputée exonérée de ses responsabilités en matière de notification par le recours à cette notification commune unique ». Comme le soulignent des auteurs, « Le concert (ou le groupe de sociétés) ne constitue donc pas une entité soumise à déclaration autonome : le concert n'existe que comme un total, au sein duquel chaque participant, en-deça de la solidarité imposée par la loi, conserve son individualité », D. SCHMIDT et C. BAJ, « Réflexions sur les effets de l'action de concert », *RDBB*, sept.-oct. 1991, p.184. Égal. en ce sens, A. COURET, « La méconnaissance des obligations de franchissement de seuils », *RJDA* 3/2004, p. 227 ; P.-H. CONAC, « Franchissement de seuils », *Répertoire Sociétés*, n° 97.

⁴ On raisonne ici dans le cadre d'un concert unique mais les considérations valent également dans le cas où existeraient des sous concerts. Pareille hypothèse a pu être illustrée dans les termes suivants : « de là résulte non seulement pour A (qui franchit le seuil, seul ou par adjonction des titres déjà détenus par B avec qui il agit de concert) et pour B de déclarer chacun le total des droits de vote qu'ils détiennent, mais encore l'obligation pour B, s'il agit par ailleurs avec C, d'adjoindre les droits détenus par ce dernier », D. SCHMIDT et C. BAJ, « Réflexions sur les effets de l'action de concert », *RDBB*, sept.-oct. 1991, p. 184.

donc pas nécessaire de prendre appui sur la solidarité qui unit les concertistes du fait que l'objet de leur obligation porte sur la participation du concert dans son ensemble.

669. Le recours à la solidarité se justifierait alors en raison des effets de l'exécution de l'obligation par l'un des débiteurs. Elle permettrait de reconnaître un effet libérateur à l'exécution réalisée par un seul des concertistes¹. De façon ordinaire, la solidarité a pour effet d'obliger chaque codébiteur à exécuter l'obligation en son intégralité. Hors l'hypothèse d'une déclaration groupée, toute déclaration individuelle réalisée par un concertiste et qui porte sur la totalité du concert devrait emporter la libération des autres. Le texte de la directive transparence et de sa directive d'application n'en font nullement état, se bornant à admettre la possibilité d'une déclaration groupée, sans rien préciser quant à l'effet d'une déclaration individuelle portant sur l'ensemble du concert. Cette possibilité d'exécution groupée ne constitue nullement un effet normal de la solidarité en droit interne, selon lequel l'exécution d'un seul libère les autres débiteurs. Elle est conçue en droit de l'Union comme un facteur de simplification en ce que, au stade de l'exécution, le caractère collectif de l'obligation de notification affirmé par la directive imposerait en principe une déclaration par chacun des concertistes, ce qui apparaît aussi lourd qu'inutile aux fins de l'information du marché.
670. La prévision de la déclaration groupée permet d'éviter la multiplication des informations portant sur un même objet. Elle n'apparaît toutefois pas nécessaire en droit français si l'on s'en tient à l'effet ordinaire de la solidarité tel qu'il a été exposé plus haut. Une telle solution de principe n'est toutefois pas adaptée à la réalité de l'action de concert. Elle serait en effet source d'insécurité juridique quant à la participation réelle de l'ensemble des personnes visées au concert allégué par le déclarant. Davantage qu'une obligation solidaire, l'obligation déclarative est conçue en droit européen comme étant par nature « collective » selon le qualificatif employé par la directive, en ce qu'elle implique de façon nécessaire la participation de chacun des concertistes à son exécution. En somme, l'obligation déclarative ne peut pas être conjointe du fait de l'indivisibilité de son objet qui résulte de la déclaration et ne doit pas être entendue comme une obligation solidaire dans la pureté de ses effets.
671. Si la référence à la solidarité ne dit pas assez quant à la correcte exécution de l'obligation déclarative par les concertistes, elle dit trop et inutilement quant à ses effets. Il faut y voir une obligation solidaire en ce qu'elle pèse collectivement sur chacun des concertistes mais ses modes d'exécution ne peuvent être que de deux ordres. Soit l'obligation peut faire l'objet d'une exécution multiple en comportant autant de déclarations qu'il y a de concertistes. Soit, ainsi que la pratique l'a d'abord conçu avant que cela ne soit entériné par la directive, elle peut être exécutée de façon collective, l'effet libérateur ne résultant que de la participation de l'ensemble des concertistes à une déclaration commune et unique. Ni conjointe, ni solidaire,

¹ En ce sens, F. MARTIN-LAPRADE, *Concert et contrôle – Plaidoyer en faveur d'une reconnaissance de l'action de concert par le droit commun des sociétés*, Joly éd., 2007, n° 203, p. 143.

l'obligation déclarative des concertistes induit l'existence d'autant d'obligations déclaratives qu'il y a de concertistes, obligations qui sont susceptibles d'être exécutées par le biais d'un même *instrumentum*¹.

672. Peut-être aurait-il été préférable de prévoir dans la loi, outre la référence à la solidarité, dont l'intérêt essentiel n'a pas tant trait à l'obligation déclarative qu'à ses conséquences, que les déclarations de franchissement de seuils résultant d'une action de concert doivent obligatoirement être réalisées de façon groupée par l'ensemble des concertistes, pour éviter ces fâcheuses incertitudes. Relativement aux obligations déclaratives, c'est davantage la modalité d'exécution de l'obligation qui aurait dû être précisée que la nature du lien existant entre les concertistes. En somme, davantage que la solidarité, c'est la pratique de la déclaration groupée qui sert au mieux les impératifs de clarté et d'accessibilité de l'information aux intervenants sur le marché². C'est, en outre, la modalité d'exécution qui correspond le mieux à la réalité dont elle rend compte, constituée par un accroissement collectif de la puissance de vote des concertistes. Il s'agit toutefois de la solution adoptée en pratique. Les investisseurs ont su en la matière se conformer à la réglementation sans faire l'exégèse complexe à laquelle invite le choix technique du législateur et c'est heureux.
673. L'information due s'étend ainsi au-delà du seul patrimoine du déclarant pour cerner les relations entretenues avec des tiers de nature à augmenter sa puissance de vote. Ces relations sont alors à l'origine d'une modalité affectant l'obligation dans le cas d'une action de concert. Plusieurs débiteurs se trouvent redevables collectivement d'une obligation à objet unique. C'est alors essentiellement la finalité commune poursuivie qui justifie le caractère collectif de l'obligation déclarative, improprement traduit par référence à la solidarité en droit interne.

¹ La solidarité n'a pas non plus d'utilité réelle pour fonder l'application à l'ensemble des concertistes de la sanction découlant du défaut de déclaration en vertu de l'article L.233-14 Ccom. Si l'obligation déclarative pèse individuellement sur chacun des concertistes et qu'aucun n'y procède, il s'ensuit nécessairement que l'ensemble des concertistes se verra privé de son droit de vote. À suivre les effets normaux de la solidarité, on devrait admettre que l'exécution de l'obligation déclarative par l'un seulement des concertistes portant sur l'action de concert soit libératoire et fasse obstacle à ce que les autres concertistes soient privés de leurs droits de vote. Une telle lecture, outre sa contrariété au droit communautaire, est contraire à la finalité du dispositif. L'information pertinente porte sur l'existence d'un concert entre des membres identifiés et à hauteur d'une participation déterminée. Dans le cadre d'une action de concert, l'intervention de l'ensemble des déclarants importe autant que l'objet de la déclaration dès lors que l'information a un objet unique. Bien que cela soit source d'une rigidité certaine du dispositif, l'effet libérateur de la solidarité qu'emporterait normalement la déclaration réalisée par un seul des concertistes doit être tenu en échec. Il en résultera que la déclaration permettra au seul déclarant l'exercice de l'intégralité de ses droits de vote. Cela paraît d'autant plus justifié que le déclarant n'a pas nécessairement franchi un seuil générant l'obligation déclarative à titre individuel.

² Favorable à l'admission par les autorités de marché de la pratique de la déclaration groupée, des auteurs énonçaient à l'époque « Cette position des autorités de marché peut trouver une explication : d'une part, un seuil peut être franchi non seulement par l'effet d'une acquisition, mais aussi du seul fait de la réunion des droits de vote des personnes agissant de concert ; aussi convient-il en opportunité d'inviter chaque participant au concert à donner l'information prévue par la loi. D'autre part, l'objectif de transparence poursuivi par la loi du 2 août 1989, visant notamment à rendre « publique » l'action de concert, se trouve mieux servi par cette lecture », D. SCHMIDT et C. BAJ, « Réflexions sur les effets de l'action de concert », *RDBB*, sept.-oct. 1991, p. 184.

§2. Les obligations complémentaires : la gradation des effets attachés aux différents seuils

674. La révélation de la puissance de vote est au service d'un objectif plus lointain. L'évolution de la répartition du pouvoir au sein de l'émetteur est susceptible d'entraîner un changement de contrôle de la société. À ce titre, la seule déclaration du franchissement d'un seuil ne saurait suffire à réaliser pleinement la fonction prédictive de l'information qu'elle véhicule. Le franchissement du seuil doit ainsi s'accompagner d'obligations renforçant la recherche de progressivité des changements de contrôle. Bien que l'étendue de l'influence dont dispose le déclarant au sein de l'émetteur forme l'objet de l'obligation, il existe ainsi différents seuils auxquels sont associées des contraintes additionnelles. La nécessité de rendre compte de la puissance de vote du déclarant n'est alors que la condition d'application d'une obligation complémentaire qui tantôt enrichit le besoin d'information relatif à la répartition du pouvoir dans la société, tantôt conduit à son dépassement en imposant un comportement au débiteur. Ainsi, en menant l'analyse des déclarations de franchissement de seuils, information première due par les investisseurs au marché dans le cadre d'une opération de rapprochement¹, c'est le droit des offres publiques qui se dessine, avec pour conséquence directe un « *affaiblissement du droit au secret* » des actionnaires².

Dans certains cas, il s'agit toujours d'une obligation d'information qui prend une dimension nettement plus subjective et porte sur les intentions du déclarant l'égard de l'émetteur (A). En revanche, ce n'est plus une simple obligation d'information qui pèse sur le déclarant lorsqu'il franchit le seuil d'un tiers du capital ou des droits de vote mais bien une obligation d'adresser aux autres actionnaires une offre publique. L'objectif d'anticipation des changements de contrôle conduit ainsi à dépasser l'information pour introduire une contrainte relative au comportement du déclarant (B).

A. L'information renforcée : les déclarations d'intention

675. Si c'est bien la puissance de vote qui forme l'objet des obligations déclaratives en toute hypothèse, cette puissance de vote doit faire l'objet de la déclaration à raison des perspectives de l'investisseur susceptibles d'avoir des conséquences sur l'émetteur. Il existe ainsi un décalage entre le mode objectif de détection anticipée des changements de contrôle et la réalité subjective des intentions de l'investisseur qu'il est encore plus essentiel de

¹ Selon la présentation des franchissements de seuils et déclarations d'intention adoptée par P. CLERMONTÉL, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly Editions, 2009, n° 332 et s., p. 238.

² A. VIANDIER, « Le droit des sociétés à l'épreuve des offres publiques », *RJ com.* 2000, n° 20-21, p. 245-246

communiquer au marché. À cet égard, les déclarations d'intention permettent la prise en compte directe des intentions du déclarant, au-delà de sa seule puissance de vote. L'investisseur est tenu de déclarer au marché ses intentions lorsqu'il franchit les seuils de 10%, 15%, 20% et 25% du capital ou des droits de vote¹. Le franchissement de seuil n'est toutefois pas l'unique fait générateur de l'obligation à laquelle est tenu un investisseur de déclarer ses intentions. Il peut également y être tenu, à la demande de l'Autorité des marchés financiers, pour mettre fin à des rumeurs relatives à l'existence d'actes préparatoires au dépôt d'une offre publique d'acquisition. Bien qu'elles n'aient pas le même fait générateur, ces deux obligations portent ainsi sur le même objet et répondent au même besoin d'anticipation de la conduite du déclarant. Il est ainsi nécessaire de s'interroger, dans le cadre de ce développement, sur le régime de ces deux obligations pour apprécier la cohérence de la démarche suivie par le législateur dans la détection des prises de contrôle en considération des intentions d'un investisseur. Il convient alors d'établir si l'identité d'objet de ces deux obligations induit un régime commun, que la déclaration d'intention résulte du franchissement d'un seuil ou d'une rumeur.

Après avoir brièvement présenté l'obligation déclarative liée à un franchissement de seuils (1), il conviendra de confronter cette obligation à la déclaration d'intention imposée à un investisseur dans le cadre du dispositif anti-rumeurs (2).

1. Les déclarations d'intention résultant d'un franchissement de seuil

676. En vertu de l'article L.233-7, VII du Code de commerce, le franchissement des seuils du dixième, des trois vingtièmes, du cinquième ou du quart du capital ou des droits de vote met à la charge du déclarant une obligation supplémentaire d'information sur « *les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au cours des six mois à venir* »². Ce renforcement de

¹ Seuls les seuils de 10% et 20% donnaient lieu à la déclaration d'intention avant l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 qui a ajouté ceux de 15% et 25%, suivant en cela la recommandation n°16 du *Rapport FIELD*, p. 22. « Ainsi, dès lors qu'un actionnaire franchit le seuil de 10%, il doit déclarer ses intentions et réitérer sa déclaration pour toute tranche supplémentaire de 5% et ce, jusqu'à 25% inclus. Au-delà, et tant que le seuil de l'offre publique obligatoire n'est pas atteint, aucune déclaration n'est requise, il y a donc un trou noir entre 25 et 33,33% », A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 4^e éd., Francis Lefebvre, 2010, n° 381, p. 63-64. Une exemption est toutefois prévue par l'article 223-17, II RG AMF pour les gestionnaires de portefeuille pour le compte des tiers exerçant cette activité indépendamment de toute autre (3°) qui franchissent les seuils de 10% ou 15% dans le cadre habituel de la poursuite de leur activité (1°) et déclarent ne pas envisager d'acquérir le contrôle de la société ni de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance (2°).

² L'ordonnance du 30 janvier 2009 a raccourci à six mois la période sur laquelle porte les intentions du déclarant, antérieurement fixée à douze mois, conformément à la recommandation n°14 (p.22) du *Rapport FIELD* qui a jugé, à propos des anciens textes, qu'ils « enserrent le déclarant dans un horizon de temps qui est peu compatible avec la volatilité des marchés et l'adaptation des stratégies, et est, par ailleurs, dépendant de la plus ou moins grande proximité de la réunion de l'assemblée générale des actionnaires. (...) Un délai de six mois resterait

l'information, enrichie par un élément purement subjectif constitué par les intentions du déclarant¹ traduit, selon un auteur la mutation de la règle de droit des sociétés en règle boursière², en dépit de son inclusion formelle dans le Code de commerce. Le déclarant est tenu de révéler non seulement l'étendue de sa participation mais encore les perspectives qui sont les siennes à l'égard de l'émetteur. Cette information doit, à l'instar de celle qui porte sur le franchissement du seuil proprement dit, être adressée tant à l'émetteur qu'à l'Autorité des marchés financiers qui doit la porter à la connaissance du public³. Le franchissement du seuil devient alors la condition d'exigibilité d'une information plus essentielle encore pour le marché, constituée par les motifs du déclarant. L'information ainsi enrichie est un instrument de transparence renforcée aux fins de la détection anticipée des prises de contrôle.

677. En ce sens, l'ordonnance a considérablement augmenté le contenu de la déclaration d'intention par rapport à sa rédaction antérieure⁴. Elle doit en effet préciser, au sens de l'article L.233-7, VII, al.2 du Code de commerce « *Les modes de financement de l'acquisition, si l'acquéreur agit seul ou de concert, s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquiescer ou non le contrôle de la société, la stratégie qu'il envisage vis-à-vis de l'émetteur et les opérations pour la mettre en œuvre ainsi que tout accord de cession temporaire ayant pour objet les actions ou les droits de vote. Elle précise si l'acquéreur envisage de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance* »⁵. L'ordonnance de 2009 a enrichi le contenu de la déclaration dans le sens d'une plus grande prise en compte des motifs en relation aux objectifs qu'il affiche. Les éléments nouveaux à cet égard sont le mode

suffisamment long pour continuer à avoir du sens sans faire peser sur les investisseurs une contrainte insurmontable », p.21.

¹ L'obligation déclarative connaît deux cas d'exemption énoncés au II et III de l'article 223-17 RG AMF. La première est analogue à l'exemption qui résulte de l'article L.233-7, IV, 2° Ccom., présentée dans les développements qui suivent, alors que la seconde « vise l'initiateur d'une offre publique et concerne tous les seuils ; dès lors que la note d'information a été rendue publique, la déclaration n'est plus requise, tout simplement parce qu'elle n'a plus d'objet, les informations étant contenues dans la note », A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, op. cit., 2010, n° 382, p. 64.

² A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, op. cit., n° 354 et s., p. 53 et n° 380 et s., p. 63.

³ Art.L.233-7, VII, alinéa 3. Qu'elle soit adressée à l'émetteur ou à l'Autorité des marchés financiers, la déclaration d'intention doit parvenir au destinataire au plus tard avant la clôture du cinquième jour de bourse suivant le jour de franchissement du seuil de participation, par application de l'article R.233-1-1 du Code de commerce, issu du décret n° 2009-557 du 19 mai 2009. Le délai a été raccourci conformément à la recommandation n° 13 du *Rapport FIELD*.

⁴ Le texte antérieur disposait que « la déclaration précise si l'acquéreur agit seul ou de concert, s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre, d'acquiescer ou non le contrôle de la société, de demander sa nomination ou celle d'une ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance ».

⁵ On peut observer une redondance de la déclaration d'intention avec celle de franchissement de seuils proprement dite, en ce qu'elle doit préciser l'existence d'une éventuelle action de concert, et, depuis l'ordonnance, l'existence d'accords de cession temporaire ayant pour objet des actions ou des droits de vote, cas d'assimilation respectivement visés aux 3° et 6° de l'article L.233-9, I. Cette redondance apparaît justifiée car la déclaration d'intention est porteuse d'informations plus essentielles à l'anticipation des évolutions que peut connaître l'émetteur que celles qui portent uniquement sur le franchissement proprement dit.

de financement de l'acquisition¹, la stratégie retenue et les opérations la mettant en œuvre². Plus que la perspective d'accès au contrôle et aux organes de direction de la société, la déclaration d'intention a vocation à permettre au public des investisseurs et aux actionnaires de l'émetteur en particulier d'apprécier la pertinence des orientations stratégiques envisagées. En somme, l'identité du déclarant devient ici secondaire par rapport à son projet de gestion pour la société qui constitue l'élément d'information pertinent pour déterminer les perspectives d'évolution de l'émetteur et de rentabilité qui en découlent. Ces précisions vont dans le sens d'une détermination abstraite de la démarche intellectuelle que doivent suivre les investisseurs dans le traitement de l'information communiquée. La déclaration d'intention n'est importante qu'en ce qu'elle permet de connaître, outre l'identité du déclarant et la perspective du changement de contrôle, l'opportunité des décisions stratégiques nouvelles qui en découlent. Contrairement à ce qui a pu être affirmé³, il existe bien des fondements logiques qui justifient que la déclaration s'étende à la stratégie poursuivie par le déclarant, quoique l'on puisse en déplorer l'imprécision. En effet, l'analyse selon laquelle « *la finalité de ces déclarations devrait rester d'informer le marché sur les intentions de l'acquéreur au titre de sa participation, non pas de l'engager dans l'expression d'une opinion sur la stratégie de la société* »⁴ semble réductrice. En premier lieu, ce n'est pas une « opinion » qui est exigée du déclarant mais une communication des motifs et de la perspective dans laquelle une participation significative a été acquise dans l'émetteur. En second lieu, pour éviter qu'elle ne fasse l'objet de spéculations indues, facteur d'instabilité du cours des actions de l'émetteur, les intentions du déclarant doivent être précisées. La simple perspective du changement de contrôle ne permet pas nécessairement de déterminer la faveur qu'elle reçoit de la part des actionnaires de l'émetteur et des investisseurs. Encore faut-il pouvoir apprécier quelle en sera la portée sur la gestion de l'émetteur. C'est bien toujours l'information du marché à laquelle concourt l'investisseur mais la puissance de vote n'est pas visée en tant que telle. C'est la transparence sur sa mise en œuvre qui est recherchée. L'information porte tant sur l'étendue

¹ Le contenu de cette information est détaillé à l'article 223-17, I, 1° RG AMF qui énonce que « le déclarant précise notamment si l'acquisition a été réalisée par recours à des fonds propres ou à l'endettement, les modalités principales de cet endettement, ainsi que, le cas échéant, les garanties principales consenties ou dont bénéficie le déclarant. Le déclarant précise également la part éventuelle de sa participation obtenue à l'aide d'emprunts de titres ».

² Dont la liste figure à l'article 223-17, I, 6° RG AMF qui énumère: a) tout projet de fusion, de réorganisation, de liquidation, ou de transfert d'une partie substantielle des actifs de l'émetteur ou de toute personne qu'il contrôle au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce ; b) tout projet de modification de l'activité de l'émetteur ; c) tout projet de modification des statuts de l'émetteur ; d) tout projet de radiation des négociations d'une catégorie de titres financiers de l'émetteur et e) tout projet d'émission de titres financiers de l'émetteur.

³ « Cette modification ne nous paraissait pas indispensable puisqu'il n'y a pas de logique économique ou juridique qui justifierait qu'un actionnaire détenant une fraction du capital ne lui conférant aucun droit (ni évidemment de contrôle, ni même de représentation) soit tenu d'exposer le détail de sa « *stratégie vis-à-vis de l'émetteur* » ou de « *tout accord ayant pour objet les actions ou les droits de vote* », P. CLERMONTTEL, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly Editions, 2009, n° 342, p. 247.

⁴ P. CLERMONTTEL, *op. cit.*, n° 342, p. 247.

de la puissance de vote que sur son exercice, sans que ne doive s'en trouver limitée la liberté de l'investisseur d'agir dans le sens qu'il juge conforme à ses intérêts.

678. Le régime du changement d'intention a en effet été considérablement assoupli par l'ordonnance du 30 janvier 2009, qui admet le changement d'intention à tout moment pour peu qu'il soit motivé, contrairement au dispositif antérieur qui le refusait par principe et ne l'admettait qu'à titre exceptionnel¹. Cet assouplissement constitue la différence essentielle de régime entre les déclarations liées au franchissement d'un seuil et celles imposées dans le cadre du dispositif anti-rumeurs.

2. Comparaison avec les déclarations d'intention en cas d'actes préparatoires au dépôt d'une offre publique d'acquisition

679. La déclaration d'intention consécutive aux franchissements d'un seuil doit être distinguée de celle exigée par l'article 433-1, V du Code monétaire et financier. Celle qui résulte de l'article L.233-7, VII du Code de commerce résulte d'un franchissement de seuil et trouve donc son fait générateur dans l'acquisition d'une participation en capital ou en droits de vote. À l'inverse, la disposition précitée du Code monétaire et financier énonce que les investisseurs « *dont il y a des motifs raisonnables de penser [qu'ils préparent] une offre publique, [peuvent être tenus] de déclarer [leurs] intentions à l'Autorité des marchés financiers dans des conditions et selon des formes fixées par le règlement général de celle-ci* »². À titre indicatif,

¹ Dans sa rédaction antérieure, l'article L.233-7, VII soumettait la possibilité de déclarer un changement d'intention à la survenance de « modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionnariat des personnes concernées ». Selon la recommandation n° 15 du *Rapport FIELD*, « les changements d'intentions ne devraient plus dépendre de la survenance de modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionnariat des personnes concernées, mais donneraient lieu sans délai à une nouvelle déclaration motivée qui ferait courir le délai de six mois ». Comme l'observe un auteur, « il y a une exigence de rationalité : on peut changer d'intention comme de chemise, à condition de le publier et d'agir pour des motifs rationnels ; on retrouve d'une certaine manière l'obligation de justification antérieure », A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 386, p. 65. Pour une appréciation favorable de la souplesse ainsi apportée au déclarant, P. CLERMONT, *op. cit.*, n° 343, p. 248.

² Il s'agit d'une règle d'inspiration anglaise communément désignée comme le principe « *put up or shut up* », dont on a pu dire qu'elle revenait à une « annonce forcée de l'offre », M. LÉVY, P. SERVAN-SCHREIBER, J. VEIL, « Information et communication dans les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec 2009, n° 1210, p. 558-559. « Ce dispositif de gestion des rumeurs, inspiré de la règle britannique dit *put up or shut up*, s'en distingue toutefois dans la mesure où il peut être mis en œuvre par l'AMF de sa propre initiative, alors même que l'initiateur ne se serait jamais publiquement exprimé sur son projet. L'autorité de marché britannique, elle, ne peut imposer à un initiateur le calendrier de dépôt de son offre qu'après que ce dernier a annoncé le principe d'un rapprochement et sur demande expresse de la société visée qui souhaite faire cesser l'incertitude dans laquelle la place l'annonce d'un projet qui tarde à se concrétiser », Y. DJEHANE, « Le calendrier des offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec 2009, n° 962, p. 452. Pour les règles en vigueur au Royaume-Uni, voir *Rule 2.4* et suivantes du *City Code on Takeovers and Mergers*, dans sa version du 30 mars 2009, sur lequel, N. BOARDMAN et H. WENG WONG, « Public tender offers launched by French companies in United Kingdom », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec 2009, n° 1525, p. 770. En droit belge, la règle se trouve à l'article 8§2 de l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, pris en

cette disposition prévoit *in fine* que constituent de tels motifs les mouvements significatifs, dont font l'objet des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé.

680. Selon la définition qu'en donne le *Robert*, la rumeur est un « bruit », des « nouvelles qui se répandent dans le public ». Cette définition caractérise donc l'information objet de la rumeur en ce que sa source est inconnue et sa véracité non établie¹. L'objectif de cette obligation d'information, que l'on pourrait qualifier plus exactement d'obligation de révéler ses intentions, se dédouble. Ce « dispositif anti-rumeur » tend à exclure que les prédictions du marché reposent sur une adhésion spontanée à des éléments d'information qui ne sont pas avérés. Cette fonction correctrice du dispositif anti-rumeur génère toutefois une contrainte additionnelle pour la personne tenue de révéler ces intentions. L'article L.433-1, V, alinéa 3 dispose en effet que « le règlement général détermine les conséquences qui résultent de cette déclaration d'intention » et « précise les conditions dans lesquelles le dépôt d'un projet d'offre publique par toute personne qui aurait dans un délai fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, démenti avoir l'intention de déposer une telle offre peut être refusé »².

L'obligation de déclarer ses intentions en droit des instruments financiers s'étend donc au-delà des règles relatives aux franchissements des seuils légaux compris entre 10% et 25% du capital ou des droits de vote. Si l'obligation qui découle du dispositif anti-rumeur s'en distingue par son fait générateur (a), elle s'en rapproche par l'obligation d'adopter un comportement cohérent et de ne pas se contredire qui en résulte pour le déclarant (b).

a. Des faits générateurs différents

681. Le dispositif anti-rumeur sert de complément tant aux déclarations d'intentions liées à un franchissement de seuil qu'à l'obligation qui résulte de l'article 223-6 du règlement général

application de la loi du 1^{er} avril 2007 (Moniteur Belge 26 avr.2007, p. 22378 : K. GEENS, M. WYCKAERT et G. PARISIS, « Les offres publiques initiées par une société française en Belgique – Principales caractéristiques et modalités de transposition de la directive », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec 2009, n° 1384, p. 685 et, au sujet de la déclaration d'intention, n° 1398, p. 692. Il a été remarqué que cette déclaration d'intention n'est pas soumise au principe de neutralité auquel doivent se tenir les dirigeants de la cible en période d'offre. Ces derniers seraient donc susceptibles de mettre en place des moyens de défense entre la déclaration et le dépôt de l'offre, nuisant ainsi à l'efficacité du dispositif de lutte contre les mesures de défense anti-OPA : D. MARTIN et N. MOLFESSIS, « Offres publiques d'acquisition – Les mesures de défense anti-OPA », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec 2009, n° 1245, p. 586.

¹ Est fréquemment citée la définition suivante de la rumeur comme « état provisoire de l'information, une information incertaine, déclarée plausible, non garantie », J.-N. KAPFERER, « La nécessaire rumeur financière », *La lettre de la rue Saint Guillaume*, n° 34, févr. 2004, p. 40.

² Sur l'application de cette règle aux sociétés cotées en France qui ne relèvent pas de la compétence de l'AMF, D. MARTIN et P. SERVAN-SCHREIBER, « Les offres publiques internationales », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN et N. MOLFESSIS, n° 1636 et s., p. 861.

AMF¹. Alors que la déclaration d'intention de l'article L.233-7, VII du Code de commerce résulte du franchissement d'un seuil, celle de l'article 223-6, alinéa premier examiné dans le cadre de l'information due par les émetteurs tire son origine de la préparation par la personne redevable de l'obligation déclarative d'une « *opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier* ». La déclaration d'intention exigée par l'article L.433-1, V du Code monétaire et financier suppose une appréciation *a posteriori* par l'Autorité des marchés financiers de la nécessité de limiter la circulation d'informations non vérifiées alors que la déclaration d'une opération financière prévue à l'article 223-6 fait l'objet d'une détermination *a priori* par la personne tenue à la déclaration. Ce sont trois éléments objectifs distincts qui fondent ces obligations déclaratives. L'hypothèse visée à l'article 223-6 s'en détache toutefois en ce que l'obligation déclarative porte sur les caractéristiques de l'opération envisagée et non sur les intentions du déclarant. En revanche, la déclaration d'intention proprement dite repose dans un cas sur des motifs qui doivent être « *raisonnables* »² et dans l'autre, sur le franchissement d'un seuil de participation dont on sait qu'il peut être passif. Ainsi, dans les deux cas, l'obligation déclarative peut résulter d'un fait indépendant de la volonté du déclarant.

682. La différence se situe plutôt en ce que les rumeurs se fondent sur des éléments de fait extérieurs à la situation du déclarant alors que le franchissement du seuil, fût-il passif, relève de la composition de son patrimoine et, plus précisément, des titres qui participent de sa puissance de vote dans l'émetteur. Les éléments pris en compte pour justifier l'obligation de déclarer ses intentions, dont la signification est délicate à déterminer³, sont définis par l'article L.433-1, V du Code monétaire et financier. Contrairement à la présentation que l'on a pu en faire⁴, il ne semble pas que l'existence d'un mouvement significatif d'instruments financiers constitue un critère distinct de l'exigence de motifs raisonnables. En effet, la rédaction de l'article L.433-1, V, laisse penser que la seconde phrase ne serait qu'une précision, une sorte d'exemple emblématique du critère des motifs raisonnables exigés par la première phrase. Cela s'induit de la coordination opérée entre elles par l'expression « *il en est ainsi, en*

¹ Cf. *supra* n° 439 et s., les développements distinguant l'obligation pesant sur l'émetteur, au titre de l'article 223-2 RG AMF, de celle résultant de la préparation d'une opération, à l'article 223-6.

² « L'utilisation du qualificatif « raisonnable » manifeste la filiation anglaise du texte ; en effet, la règle 2.2 du *City Code* prévoit l'obligation d'annoncer publiquement – par anticipation – le dépôt d'une offre lorsque, notamment après l'approche de la société visée par la cible, le cours de celle-ci « *is subject of rumour and speculation or there is an untoward movement in its share price* » (Règle 2.2, c) », A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 786, p. 125.

³ « On pourrait tenir ce système de déclaration forcée des intentions pour pervers, en tant qu'il encouragerait à faire courir de fausses rumeurs pour enfumer le prédateur éventuel et le faire sortir précipitamment de sa tanière. Tel serait le cas si l'autorité de marché adoptait une conception extensive de la notion de « motifs raisonnables ». En toute occurrence, un tel jeu serait dangereux pour ses auteurs à raison de l'incrimination du délit de fausse information », A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 793, p. 127.

⁴ P. CLERMONT, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly Editions, 2009, n° 348-349, p. 250.

particulier ». Plus que l'énoncé de deux critères distincts, la disposition énonce un critère général auquel s'ajoute une illustration, une hypothèse d'application. Il n'en reste pas moins qu'est expressément fait référence aux mouvements d'instruments financiers en ce qu'il s'agira de l'hypothèse la plus fréquente de justification de l'obligation déclarative. En effet, il apparaît difficile à concevoir en pratique qu'une rumeur d'une certaine portée puisse se propager au point de parvenir à la connaissance du régulateur sans avoir eu de répercussions sur les mouvements d'instruments financiers. En somme, l'hypothèse qu'énonce l'article L.433-1, V, seconde phrase, ne saurait être lue comme un critère nécessaire à l'application de la règle mais comme une illustration, emblématique au point d'en être sans doute incontournable, du critère juridique des motifs raisonnables posé par la première phrase. C'est pourquoi, s'il est inexact d'affirmer qu'il y aurait là deux critères distincts, on peut convenir que le constat d'un mouvement significatif des instruments financiers « *mentionné à titre illustratif dans le dispositif, est retenu dans la plupart des applications pratiques* »¹, dont il reste un « *élément de contexte* »², « *laissant place à un choix d'autres critères qu'il appartiendra aux praticiens d'identifier* »³.

683. Les motifs raisonnables de penser qu'une offre publique est en préparation sont également constitués par « *l'existence de discussions entre les émetteurs concernés ou de désignation de conseils, en vue de la préparation d'une offre publique* », au sens de l'article 223-32, alinéa premier, *in fine* du règlement général AMF. Outre la précision que les discussions doivent intervenir « en vue de la préparation d'une offre publique », qui apparaît redondante avec la définition de ce qui doit constituer des motifs raisonnables, la pertinence d'un tel critère est discutable. Il a en effet été justement observé que la désignation de conseils peut intervenir bien en amont de la préparation de toute offre publique sur une société cible alors qu'une offre publique hostile sera souvent préparée dans la clandestinité, l'initiateur cherchant autant que possible à éviter les discussions avec la cible⁴.
684. Indicateurs, les critères de variations significatives des cours et de la présence de discussions ou la nomination de conseils sont englobés par la notion de motifs raisonnables, dont la plasticité⁵ laisse une large marge de manœuvre à l'Autorité des marchés financiers. Alors que la déclaration d'intention à l'occasion d'un franchissement de seuil doit intervenir

¹ *Ibid.* et les exemples cités : Décisions *Technip/ENIM et Saipem*, AMF, Décision et Information n°206C2166, 29 nov.2006 ; *Eurodisney/Center-Tainment*, Décision et Information n° 206C2188, 5 décembre 2006, rappelant l'application de l'article 223-25 RG AMF.

² AMF, « Les OPA : un nouveau cadre réglementaire », 10 octobre 2006, cité par P. CLERMONT, *op. cit.*, n° 349, p. 250. En ce sens, l'AMF a souligné que « le nouveau dispositif de gestion des rumeurs constitue une faculté que l'AMF peut utiliser en tant que de besoin, en particulier lorsque le marché d'un titre fait l'objet de variations significatives et inhabituelle de prix ou de volumes », *Rapport annuel 2006, chapitre 3 – Les opérations financières et la qualité de l'information*, p. 132, 27 juin 2007.

³ P. CLERMONT, *op. cit.*, n° 348-349, p. 250.

⁴ Y. SCHMIDT et M. SALLE, « Artemis/Suez, première application du dispositif de gestion des rumeurs d'OPA : l'AMF devra clarifier ses intentions », *RTDF* n° 2 - 2007, n° 33, p. 42 (article également publié sous *LPA*, 4 juin 2007, p. 3 et s.).

⁵ *Ibid.*, n° 29, p. 42.

automatiquement à l'initiative du déclarant, dans le cas d'une rumeur sur une offre publique, il revient à l'AMF d'imposer une obligation déclarative au déclarant selon un critère juridique fort imprécis.

Bien qu'elle soit distincte de la déclaration d'intention consécutive à un franchissement d'un seuil par son fait générateur, la déclaration exigée par l'article L.433-1, V du Code monétaire et financier s'en rapproche par ses effets.

b. La conséquence commune : une obligation de cohérence à intensité variable

685. Les obligations déclaratives ont une conséquence commune. Pendant un certain délai, le déclarant est tenu d'adopter un comportement conforme à ses déclarations. L'obligation d'information se double ainsi d'une obligation additionnelle de faire qui implique le respect de ses déclarations et une information additionnelle en cas de changement d'intention. La déclaration d'intention porte sur une période de six mois et tout changement d'intention avant l'expiration d'un tel délai doit résulter d'une « *déclaration motivée (...) adressée à la société et à l'Autorité des marchés financiers sans délai et portée à la connaissance du public dans les mêmes conditions* » au sens de l'article L.233-7, VII, alinéa 4 du Code de commerce. La motivation du changement d'intention n'est plus subordonnée à la vérification de critères particuliers mais doit être réalisée dans les mêmes formes que la déclaration initiale, telles qu'elles sont précisées à l'article 223-17 du règlement général AMF. Le respect du parallélisme des formes permet à l'Autorité des marchés financiers et au public d'apprécier la cohérence des motivations du déclarant, qui ne peut revenir sur ses intentions que s'il en expose les raisons, quelles qu'elles fussent.
686. Les contraintes sont plus fortes pour la personne appelée à déclarer ses intentions par application de la règle issue du Code monétaire et financier. L'article 223-33, alinéa 4 du règlement général AMF assimile à la déclaration d'intention contestant l'existence d'un projet d'offre, le défaut de réponse et le défaut de dépôt d'une offre publique. Leur conséquence commune réside dans l'impossibilité de déposer un projet d'offre pendant une période de six mois, selon l'article 223-35. En outre, la façon dont le dispositif a été appliqué dans l'affaire *Artemis – Suez* a eu pour conséquence d'enserrer le déclarant dans une alternative. Le collège a en effet considéré dans son communiqué du 3 janvier 2007¹ qu' « *en indiquant que toutes*

¹ Décision et information n° 207C0028, du 3 janvier 2007. Ce communiqué fut suivi d'un second (Décision et information n° 207C0058 du 9 janvier 2007) fixant la date avant laquelle le communiqué d'Artemis devait intervenir, puis d'un troisième (Décision et information n°207C0159, du 19 janvier 2007) indiquant que l'AMF avait « pris connaissance du communiqué publié le 19 janvier relatif à une éventuelle offre publique sur la société Suez », par lequel le collège fit donc application de l'article 222-25, ancien (223-35) excluant toute offre publique avant 6 mois « sauf à justifier de modifications importantes dans la situation, l'environnement ou l'actionnariat de la société Suez ».

les options restaient ouvertes et en confirmant par courrier adressé au Secrétaire général de l'AMF le 3 janvier l'existence, fut-elle très préliminaire, d'un projet relatif au Groupe Suez, la société Artémis s'était placée dans le cadre de l'article 222-23 relatif à la déclaration d'intention de déposer un projet d'offre et qu'il convenait d'appliquer les règles de cet article ». Ainsi, l'existence d'une simple réflexion quant à l'éventualité d'une offre publique a suffi au collège pour exiger que le déclarant dépose une offre publique. Le cadre est donc rigide en ce que le déclarant doit, s'il s'abstient de déclarer ses intentions, renoncer pendant six mois à tout dépôt d'un projet d'offre publique. Au contraire, il ne lui est pas possible de déclarer un simple intérêt à l'égard d'un projet d'acquisition sans être contraint au dépôt d'une offre¹. Le déclarant est ainsi prisonnier d'une telle alternative².

687. Cette rigidité est encore accrue par le régime applicable au changement d'intention relatif à la préparation d'une offre publique. L'article 223-35, alinéa premier du règlement général AMF vient préciser que le déclarant est tenu de justifier « *de modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionnariat des personnes concernées, y compris l'émetteur lui-même* »³. Cette disposition est rédigée en des termes identiques à ceux de l'article L.233-7, VII du Code de commerce, avant sa réécriture dans le sens des préconisations du rapport *Field*. L'unité du régime du changement d'intention est ainsi rompue. Si le changement d'intention peut être admis, quel que soit le fait générateur de la déclaration initiale, il l'est à des conditions plus strictes pour les déclarations d'intention relatives à un projet d'offre publique. S'agit-il là d'un oubli ou d'une volonté délibérée de rendre l'appréciation du changement d'intention plus rigide dans le cadre du dispositif anti-rumeur ? Le rapport *Field* n'en fait nullement état alors que les justifications avancées pour assouplir le régime du changement d'intention pouvaient parfaitement être étendues aux déclarations d'intention, quel qu'en soit le fait générateur. En effet, « *aucune raison impérieuse ne semble commander que [le] changement d'intention [d'un opérateur] soit conditionné par la survenance de modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionnariat des personnes concernées* »⁴. Quelle serait en effet la « raison impérieuse » de soumettre le changement d'intention à des conditions plus rigoureuses

¹ On a parlé à cet égard d'une conception manichéenne de la déclaration, H. de VAUPLANE, *Banque & Droit*, janv.-févr. 2007, chron. p. 28 ; Y. SCHMIDT et M. SALLE, « Artémis/Suez, première application du dispositif de gestion des rumeurs d'OPA... », préc., n° 41 et s., p. 43, qui notent que le dispositif est sur ce point plus rigide que le droit anglais prévu à la *rule 2.4 (a)* du *City Code*, permettant au déclarant de se contenter d'évoquer la simple possibilité d'une offre en projet, n° 46, p. 44.

² A. PIETRANCOSTA, « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », *RTDF* n° 3 - 2006, p. 1.

³ Équivalent à l'exigence du « *material change of circumstances* », résultant de la *Rule 2.8* du *City Code*, aussi qualifiée de « *MAC Clause* » (« *Material Adverse Change* »), . Y. SCHMIDT et M. SALLE, « Artémis/Suez, première application du dispositif de gestion des rumeurs d'OPA... », préc., n° 88 et s., p. 53.

⁴ *Rapport FIELD*, p. 21. Si l'article 152 de la loi n°2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie habilitant le gouvernement à prendre des dispositions ayant pour objet au j) « le régime de l'information sur les participations significatives dans les sociétés cotées et les déclarations d'intentions », inscrivait la réflexion du groupe de travail dans le cadre des déclarations de franchissement de seuils, la prise en compte des autres règles de déclaration d'intention aurait permis de maintenir l'homogénéité du dispositif.

lorsque la déclaration initiale a été exigée pour mettre fin à des rumeurs d'offre publique ? Il semble que la rigueur du dispositif anti-rumeur tiende à son objet. Le changement d'intention serait de nature à créer une confusion plus grande sur le marché lorsqu'il porte sur un projet d'offre publique. Si seule l'obligation qui résulte du Code monétaire et financier vise expressément la préparation d'une offre publique, il paraît toutefois clair que la déclaration d'intention inscrite dans le Code de commerce répond à la même finalité. Ainsi, dès lors qu'il est dûment motivé, on ne voit pas en quoi le changement d'intention serait susceptible d'avoir des conséquences plus perturbatrices sur le marché dans le premier cas que dans le second.

688. En résumé, quel que soit le fait générateur de la déclaration d'intention, elle met à la charge du déclarant une obligation de ne pas en contredire le contenu¹. Ainsi, la prévisibilité des comportements, indispensable à la réalisation de la fonction prédictive de la déclaration d'intention, conduit à son enrichissement et à sa validation constante au travers de la cohérence du comportement du déclarant. L'information est une condition à respecter pour agir librement.
689. Le champ d'application des déclarations d'intention est toutefois doublement limité par les règles relatives aux offres publiques. Il l'est de façon directe dans l'hypothèse où le déclarant aurait acquis l'une des participations visées à l'article L.233-7, VII du Code de commerce au cours de la période de l'offre ou à l'issue d'une offre en ayant préalablement rendue publique la note d'information visée à l'article L.231-18 du règlement général AMF. En pareil cas, l'information perd sa pertinence car la note d'information concrétise l'intention de l'initiateur de conduire une offre publique². Elle l'est également et de façon plus instructive par le mécanisme de l'offre publique obligatoire qui conduit au dépassement de la recherche de la transparence par l'introduction d'une véritable contrainte à la charge du déclarant. Les obligations déclaratives ne suffisent plus à préserver la liberté du déclarant mais en marquent au contraire les limites.

¹ Dans son Rapport annuel pour l'année 1987, la COB avait énoncé que la conséquence de la déclaration d'intention résidait dans la mise à la charge du déclarant d'une obligation de ne pas se contredire : « si, par la suite, les décisions prises apparaissaient en contradiction avec les intentions déclarées, tout intéressé pourrait saisir les juridictions aux fins de le faire constater et de mettre en cause éventuellement la responsabilité des nouveaux dirigeants », p. 133.

² Comp., la dispense à l'obligation de publier un prospectus dans la même hypothèse, chap. II, titre I, première partie, cf. *supra* n° 211 et s.

B. L'information « dépassée »¹ : les offres publiques obligatoires comme mécanisme contraignant de détermination des prix

690. L'introduction de mécanismes contraignants suppose que les prédictions réalisées par les investisseurs sur la base des informations qu'ils reçoivent ne sauraient suffire à assurer correctement la détermination de la valeur des instruments financiers en relation à la montée au capital d'un investisseur. Ces mécanismes ont en commun de générer une obligation à la charge des investisseurs à l'occasion du franchissement d'un seuil qui dépasse la simple recherche de transparence qui fonde l'obligation déclarative. L'information n'apparaît plus comme une fin en elle-même et n'intervient que comme condition préalable à l'exécution conforme aux intérêts du marché des autres obligations associées au franchissement de seuil. Les règles des offres obligatoires soumettent en effet les investisseurs à une obligation de comportement qui va au-delà de la simple information du marché. L'obligation liée au franchissement du seuil des trois dixièmes, de la moitié ou de 95% du capital ou des droits de vote de l'émetteur vient limiter la liberté de l'investisseur en lui imposant de déposer une offre d'acquisition adressée à l'ensemble des actionnaires de l'émetteur, de manière à laisser aux actionnaires minoritaires une porte de sortie.

En effet, les obligations imposées aux investisseurs répondent au souci de définir le prix d'acquisition le plus conforme aux évolutions du marché compte tenu du changement de circonstances lié à l'évolution du pouvoir au sein de l'émetteur. Leur fonction commune de mécanisme de protection des actionnaires minoritaires² contre les effets d'une prise de contrôle restituée à l'information une dimension accessoire³ (1). La question demeure toutefois de savoir où tracer la limite au-delà de laquelle l'acquisition du contrôle de la société doit être imposée. Le problème de politique législative posé tient alors à la détermination du seuil de l'offre obligatoire (2).

¹ Comme cela a pu être constaté dans le domaine des services d'investissement, l'information est conçue en droit financier comme un objet d'obligation destiné à préserver la liberté des opérateurs. Informés des risques, les investisseurs sont libres de souscrire les instruments et services financiers qui leur sont proposés. Il a toutefois été observé que, avec l'introduction des tests d'adéquation et du caractère approprié, l'information est enrichie et dépassée par l'obligation d'évaluation, mécanisme de contrainte de nature à limiter la liberté contractuelle afin de réduire l'exposition aux risques des investisseurs : T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 391, p. 529. Quoique pour des raisons tout à fait différentes, le système des offres obligatoires conduit à un semblable dépassement de l'information.

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 778 et s., p. 925.

³ A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 374, p. 63 : « Le régime légal des notifications de franchissement de seuils, malgré son origine normative, est une défense faiblement efficace ».

1. Évocation des règles impératives de détermination du prix

691. L'étude approfondie de l'offre publique obligatoire n'est pas nécessaire à la démonstration. Il importe simplement d'en mettre en lumière le lien avec les obligations déclaratives attachées aux prises de participation et d'en préciser l'effet essentiel. Lorsque le déclarant se voit imposer le dépôt d'une offre publique d'achat, la conséquence essentielle qu'engendre une telle obligation réside dans le fait de substituer à la seule information du marché des critères objectifs contraignants de détermination du prix. Pareille articulation du dispositif révèle les limites qu'apporte le législateur à une conception du marché selon laquelle les prédictions des opérateurs sur la base de l'information disponible seraient suffisantes à déterminer la valeur des instruments financiers.
692. Les procédures d'offres obligatoires doivent être rapprochées, en raison de la contrainte qu'elles entraînent pour l'initiateur, de la procédure de garantie de cours qui résultait de l'acquisition d'un bloc de titres conférant au déclarant, compte tenu des titres ou des droits de vote qu'il détient déjà, la majorité du capital ou des droits de vote d'une société¹. On se contentera de l'évoquer pour mémoire², du fait de sa suppression par la loi de régulation bancaire et financière emportant abrogation des II et III de l'article L.433-3 du Code monétaire et financier³. Elle se distinguait des offres publiques en ce qu' « elle suppos[ait]

¹ Qui correspond donc au franchissement du seuil de 50% : Art.L.433-3, II, anc., COMOFI et art.235-1 à 235-4 RG AMF. Sur l'articulation de la procédure de garantie de cours avec celle de l'offre publique obligatoire lorsque avait été franchi l'ancien seuil de 33% à l'occasion de la cession du bloc de titres, D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, 3^e éd., Litec 2008, n° 526, p. 311.

² Sur la procédure de garantie de cours, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 782 et s., p. 937 ; D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, 3^e éd., Litec 2008, n° 525 et s., p. 310. Sur son évolution et sa suppression, H.-L. DELSOL, « Vie et mort de la garantie de cours », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 392.

³ L'article L.433-3, II était rédigé dans les termes suivants : « Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe également les conditions dans lesquelles le projet d'acquisition d'un bloc de titres conférant la majorité du capital ou des droits de vote d'une société dont le siège social est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de la Communauté européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen oblige le ou les acquéreurs à acheter les titres qui leur sont alors présentés au cours et au prix auquel la cession du bloc est réalisée ». Elle était régie par les articles 235-1 et s. RG AMF. Sur l'abrogation annoncée de la garantie de cours, A. PIETRANCOSTA et D. BOMPOINT, « Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques (en date...) », *RTDF* n° 2 - 2010, p. 18-19. L'adoption de la loi de régulation bancaire et financière a conduit à la suppression de la procédure de garantie de cours, tant sur les marchés réglementés que sur les systèmes multilatéraux de négociation organisés. Désormais, au II et III de la disposition ancienne est substituée dans la rédaction de l'article L.433-3 COMOFI un II, qui dispose que : « Dans les conditions et modalités prévues au I par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, un projet d'offre publique doit également être déposé lorsque toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert au sens de l'article L.233-10 du Code de commerce vient à détenir, directement ou indirectement, plus des cinq dixièmes du capital ou des droits de vote d'une société dont le siège social est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché d'instruments financiers ne constituant pas un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, lorsque la personne qui gère ce marché en fait la demande auprès de l'Autorité des marchés financiers ». Ainsi, la disparition de la garantie de cours « n'est pas sans contrepartie puisque le franchissement, direct ou indirect, du seuil de 50% constitue, dans une hypothèse, un nouveau cas d'offre publique obligatoire (...) uniquement pour les marchés non réglementés, si le gestionnaire en fait la demande », T. BONNEAU, « Commentaire de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière », *JCP E* 2010, 1957, n° 16.

une cession ou un projet de cession entre personnes identifiées »¹. L'abrogation de la garantie de cours est d'ailleurs imputable à son excès de rigidité résultant des dispositions de l'ancien article 235-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Selon des auteurs, « *la garantie de cours est, pour l'autorité boursière, un mur désespérément lisse, qui n'offre pas la plus petite prise à son pouvoir de contrôle ; le prix que l'auteur de la garantie de cours doit offrir aux actionnaires minoritaires est, par l'ordre de la loi, au centime près le même que celui qu'il a payé au vendeur du bloc majoritaire, que ce prix apparaisse mirifique ou bien ridicule* »².

693. Dans le cas des offres obligatoires, la recherche de transparence est dépassée par l'instauration d'un véritable mécanisme de contrainte qui limite la liberté contractuelle du déclarant dans sa dimension négative qui est celle de ne pas contracter au-delà de ce qui forme l'objet de son consentement. Par la volonté du législateur, il se voit privé de sa liberté d'initiative³. Lorsqu'elle résulte du franchissement d'un seuil, l'offre obligatoire fait peser sur l'initiateur une double contrainte qui tient à son étendue même, comme au prix proposé⁴. Le dépassement de la logique de détermination du prix à partir de la seule information disponible résulte aujourd'hui de l'article L.433-3, I, alinéa 3 du Code monétaire et financier.
694. Les critères permettant d'établir le prix en cas d'offre obligatoire ont connu des évolutions. Avant la transposition de la directive concernant les offres publiques d'acquisition⁵, l'article 433-3 renvoyait au règlement général du CMF, puis de l'AMF l'établissement de la méthode de détermination du prix. L'ancien article 231-23 du règlement général AMF reposait sur la méthode multicritère dégagée par la Cour d'appel de Paris⁶. Il a ensuite été procédé à la transposition de la directive précitée en deux étapes. Dans un premier temps, selon sa rédaction issue de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006, l'article L.433-3, I, alinéa 2 du Code monétaire et financier disposait que le projet d'offre obligatoire devait proposer un prix « *au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L.233-10 du Code de commerce, sur une période de douze mois précédant le défaut de l'offre* ». Ces dispositions ont opéré la transposition de la règle du « *prix équitable* » qui résulte de l'article 5, paragraphe 4 de la directive 2004/25/CE concernant les offres

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 782-1, p. 93

² A. PIETRANCOSTA et D. BOMPOINT, « Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques (en date...) », *préc.*, n° 35, p. 18.

³ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 744-1, p. 871.

⁴ « En toute logique, le déclenchement d'une offre publique d'achat est facultative et résulte d'une initiative de l'attaquant qui, avec ou sans l'accord des dirigeants, annonce son intention d'acquérir les titres d'une société cotée sur un marché réglementé », M. GERMAIN et V. MAGNIER, *op. cit.*, n° 2249, p. 1014.

⁵ Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, JOUE L.142/12 du 30.4.2004

⁶ CA Paris, 7 novembre 1990, *Bull. Joly* 1991, p. 63, note P. LE CANNU ; *RJDA* 2-91, n° 125, p. 123 ; *Dr. sociétés* janv. 1991, n° 37 ; *RDBB* mars-avril 1991, p. 68, obs. A. VIANDIER et M. JEANTIN ; CA Paris, 18 avril 1991, *JCP E* 1991, I, 167, note A. VIANDIER ; *Bull. Joly* 1991, p. 610, note P. LE CANNU ; *Rev. soc.* 1991, p. 765, note D. CARREAU et J.-Y. MARTIN ; *RJDA* 7-91 n° 618. Pour des exemples d'application de la méthode, les références données par T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 754, p. 895, note 3.

publiques d'acquisition. L'alinéa 2 de cette disposition laisse toutefois aux Etats membres le soin de définir de manière générale l'espace résiduel qui revenait à la méthode multicritère. Ainsi, en droit français, la modification du prix peut être demandée à l'AMF. Celle-ci peut seule l'autoriser « *lorsqu'un changement manifeste des caractéristiques de la société visée ou du marché de ses titres le justifie* », dans les cas précisés à l'article 234-6 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. En pareil cas ou à défaut de toute transaction de l'initiateur au cours des douze mois précédant, et toujours selon l'alinéa 3 de l'article 234-6, « *le prix est déterminé en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres* ». En établissant un prix plancher par l'utilisation de l'expression « *prix au moins équivalent* », la disposition interne se détachait toutefois du texte communautaire sans que cela n'ait eu une réelle portée car « *il va de soi que, la terminologie européenne aurait-elle été reprise, l'initiateur aurait toujours eu la liberté de proposer un prix plus élevé aux actionnaires minoritaires pour les inciter à lui apporter leurs titres* »¹.

695. Le constat de cet écart de rédaction a cependant conduit, dans un second temps, à la réécriture de l'article L.433-3, I du Code monétaire et financier avec l'adoption de loi de régulation bancaire et financière. La réforme n'a pas modifié l'espace dévolu au recours à la méthode multicritère sur autorisation de l'AMF. A simplement été substituée à l'expression « *prix au moins équivalent* » celle de « *prix au moins égal* »². Il n'en demeure pas moins que l'une ou l'autre rédaction « *ne change pas le principe : la loi fixe désormais une règle objective de détermination du prix des offres obligatoires* »³.

2. Le problème de la détermination du seuil de l'offre publique obligatoire

696. L'un des principaux problèmes posés par la réglementation des franchissements de seuils tenait à la pertinence du seuil de déclenchement de l'offre publique obligatoire⁴. Il s'agit en

¹ F. DRUMMOND, Y. SCHMIDT, B. HUSSON, « Le prix dans les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec 2009, n° 803, p. 403.

² Art.L.433-3, I, alinéa 3 COMOFI : « Le prix proposé doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'auteur de l'offre, agissant seul ou de concert au sens de l'article L.233-10 du Code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de dépôt du projet d'offre publique. L'Autorité des marchés financiers peut demander ou autoriser la modification du prix proposé dans les circonstances et selon les critères fixés dans son règlement général ». Sur les origines de cette modification, A. PIETRANCOSTA et D. BOMPOINT, « Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques (en date...) », *RTDF* n°2, 2010, n° 38, p. 19.

³ F. DRUMMOND, Y. SCHMIDT, B. HUSSON, « Le prix dans les offres publiques », préc., n° 804, p. 403, article auquel il est renvoyé pour l'étude approfondie des problèmes soulevés par l'application de la règle du prix équitable.

⁴ La directive 2004/25/CE laisse en effet libres les États membres de déterminer le seuil de déclenchement de l'offre publique obligatoire en énonçant à son article 5, paragraphe 3 que « [l]e pourcentage des droits de vote conférant le contrôle aux fins du paragraphe 1 et son mode de calcul sont fixés par la réglementation de l'État membre dans lequel la société a son siège social ».

somme de fixer le seuil à partir duquel le droit des offres publiques doit prendre le relais des règles uniquement fondées sur l'information du marché. La difficulté tient ainsi à la détermination du seuil qui suppose de détacher la formation du prix des seules anticipations du public sur la base de l'information disponible. Les capacités autorégulatrices du marché se trouvent limitées par la présence d'un dispositif contraignant de détermination du prix et de l'étendue de l'offre dont le champ d'application suppose la définition d'un seuil pertinent. Un tel seuil implique donc un changement de procédé normatif du fait de l'insuffisance supposée de l'information comme fondement d'établissement du prix.

697. Comme un auteur l'a justement énoncé, d'un point de vue technique, le problème réside dans la « *recherche d'un seuil objectif de contrôle de fait* »¹, du fait que l'acquisition d'une participation constitue l'un des faits générateurs de l'obligation de déposer une offre publique². Instituée à l'origine par la loi sur la sécurité et la transparence des marchés financiers du 2 août 1989, l'offre publique obligatoire figure aujourd'hui à l'article L.433-3 du Code monétaire et financier et voit son régime précisé aux articles 234-1 à 234-11 du règlement général AMF³.
698. Elle peut résulter de trois événements distincts⁴. Depuis la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, le dépôt d'une offre est exigé en cas de franchissement du seuil⁵, désormais fixé dans la loi, des trois dixièmes du capital ou des droits de vote, mais aussi lorsque la personne ou les parties à un concert, déjà titulaires d'une participation comprise entre un tel seuil et la moitié du capital ou des droits de vote acquiert en moins de douze mois consécutifs au moins 2% du total des titres de capital ou des droits de vote de la

¹ S. SABATIER, « Les seuils des offres publiques », *RTDF* n°4, 2009, p. 43.

² « La détermination d'un seuil en capital ou en droits de vote conférant le contrôle d'une société ne doit pas être comprise comme faisant de la notion de contrôle de fait, le fait générateur d'une offre publique obligatoire. C'est bien le franchissement d'un seuil qui doit obliger au lancement d'une offre publique. A cet égard, on peut comprendre que l'AMF tienne à ce que la réglementation des offres publiques maintienne la référence à un seuil dont le franchissement est « *matériellement vérifiable* » [rapport Field, p.32] », S. SABATIER, « Les seuils des offres publiques », préc., n° 34, p. 44. L'auteur poursuit en énonçant de manière pertinente qu'« on imagine aisément les difficultés à venir s'il devenait possible d'exiger le dépôt d'une offre publique obligatoire par la démonstration de l'existence d'un contrôle de fait au sens de l'article L.233-3, I, 3° ou 4° du Code de commerce », *ibid.*

³ Modifiés par l'arrêté du 31 janvier 2011, compte tenu des modifications apportées par la loi de régulation bancaire et financière en la matière.

⁴ Si les exemptions et exclusions dans le domaine des franchissements de seuils se fondent sur l'absence d'incidence de certaines participations sur la gestion de l'émetteur, les dérogations au dépôt d'un projet d'offre se justifient sur l'absence d'incidence du franchissement du seuil du tiers du capital ou des droits de vote sur le contrôle de l'émetteur. Ces dérogations, dont la liste se trouve à l'article 234-9 RG AMF, ont en commun de viser des situations qui n'induisent aucune modification effective de la répartition des pouvoirs au sein de l'émetteur. La différence se situe en ce que l'appréciation des exemptions et exclusions en matière de franchissement de seuils procède d'une appréciation limitée à la situation particulière de la personne dont la participation est en cause alors que les dérogations aux offres publiques résultent d'une appréciation relative de l'impact de cette participation sur la répartition du pouvoir dans l'émetteur.

⁵ Hors les hypothèses de dérogation à l'obligation de déposer une offre publique, prévues par l'article 234-9 RG AMF, substantiellement liées au fait que le franchissement du seuil ne repose pas sur un comportement du déclarant manifestant sa volonté d'exercer un contrôle sur la gestion de la société résultant de l'augmentation de sa puissance de vote.

société¹. En outre, selon l'article L.433-3, III du Code monétaire et financier, une offre obligatoire doit être étendue à la société contrôlée constituant une part essentielle des actifs de celle dont le tiers du capital ou des droits de vote ont été acquis². Cette dernière hypothèse n'implique pas en elle-même d'obligation déclarative distincte du franchissement de seuil en ce qu'elle conduit simplement à étendre l'offre obligatoire aux sociétés contrôlées, compte tenu de leur importance dans les actifs de la société dans laquelle le seuil de déclenchement a été franchi³.

699. Avant l'abaissement de son seuil par la loi de régulation bancaire et financière, le mécanisme de l'offre obligatoire répondait au souci d'imposer une cohérence à l'investisseur. Par le franchissement du seuil de déclenchement, fixé au tiers du capital ou des droits de vote, l'investisseur acquérait une minorité de blocage absolue au sein des assemblées générales extraordinaires dont on sait qu'elles statuent à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, en vertu de l'article L.225-96 alinéa 4 du Code de commerce. Du fait de sa participation, l'investisseur se trouvait ainsi en mesure d'empêcher la prise de décisions importantes pour l'émetteur. Or, le mécanisme de l'offre publique obligatoire implique que la puissance du vote du déclarant ne saurait être qu'une simple « faculté d'empêcher ». L'acquisition d'une minorité de blocage se voyait attribuer la signification et la portée d'une recherche de contrôle et d'exercice du pouvoir au sein de l'émetteur.
700. Il a cependant été suggéré dans le rapport *FIELD* d'abaisser le seuil de déclenchement de l'offre publique obligatoire à 25% ou à 30%, pour mieux tenir compte de la répartition du capital dans les sociétés cotées⁴. Une telle préconisation n'a d'abord pas été retenue par le législateur qui a maintenu ledit seuil à 33% dans l'ordonnance du 30 janvier 2009, avant d'être finalement consacrée par la loi de régulation bancaire et financière. À la vision plus rigoureuse et technique sans doute qu'exprimait le critère choisi par le législateur, s'opposait

¹ Les articles L.433-3, I, al.1^{er} COMOFI et 234-5 RG AMF n'ont pas été modifiés sur ce point, contrairement à la recommandation du *Rapport FIELD* préconisant la réduction de « l'excès de vitesse d'acquisition à 1% en douze mois consécutifs », Recommandation n° 20, p. 33.

² On renverra à d'autres travaux pour sa présentation et les difficultés qu'elle a suscitées, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 780-2 et 780-3, p. 927-931 ; A. COURET et H. LE NABASQUE, *op. cit.*, n° 1334, p. 985 ; D. OHL, *Droit des sociétés cotées*, 3^e éd., Litec 2008, n° 429 et s., p. 253.

³ Le dépôt d'une offre publique obligatoire s'étend par ailleurs aux personnes physiques ou morales venant à franchir le seuil des trois dixièmes par suite d'une fusion ou d'un apport : Art.234-2, alinéa 3 RG AMF.

⁴ *Rapport FIELD* préc., p. 33, recommandation n°19. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS, J.-P. BORNET, *Banque & Droit*, nov.-déc. 2010, chron. p. 36-37 : « Pourquoi 3/10^e au lieu du tiers du capital ou des droits de vote ? Tout chiffre est arbitraire, néanmoins, cette modification n'est pas sans raison. Sans doute le législateur a-t-il voulu tenir compte d'une plus grande dispersion du capital des sociétés cotées, de sorte que le seuil à atteindre pour en prendre le contrôle est souvent inférieur à ce qu'il était auparavant. Sûrement la loi cherche à dissuader ceux qui ne seraient pas déterminés à payer les conséquences d'une prise de contrôle ».

ainsi une vision plus sociologique pourrait-on dire, fondée sur la réalité de l'éclatement des participations¹ dans les sociétés cotées².

701. Le problème réside ainsi dans le fait de déterminer s'il va de l'intérêt du marché que le contrôle exercé sur la société soit défini de manière purement abstraite et juridique, ou tienne compte de la réalité des rapports d'influence sur la base de l'importance relative des participations. Il n'existe pas de solution catégorique à une telle question. Ainsi, au gré des situations peut-il sembler pertinent d'abaisser le seuil de déclenchement de l'offre publique obligatoire à 25 ou 30%, lorsqu'une telle participation révèle un contrôle de fait en raison de l'importance relative d'une telle participation à l'égard des autres actionnaires. Quoique fréquente, une telle situation ne saurait s'imposer comme règle de principe compte tenu du caractère variable et évolutif des participations au sein de l'émetteur. D'un autre côté, il ne peut être fait appel, en tant que telle, à la notion de contrôle de fait, car « *le droit boursier ne peut retenir une notion aussi vague pour déterminer le seuil de l'offre publique* »³, précisément sans doute parce qu'elle n'est réductible à aucun seuil.
702. Il n'est alors qu'une issue, regrettable en ce qu'elle revient à rendre le dispositif encore plus complexe, qui permette de tenir compte de l'importance relative des participations. On peut en effet envisager de restaurer un seuil de déclenchement de l'offre obligatoire à 33%, à titre de principe et concevoir qu'une offre obligatoire soit mise en œuvre à des seuils inférieurs lorsque lesdits seuils suffisent à conférer un pouvoir de décision à l'actionnaire. Le problème réside alors en ce que la détermination d'un tel pouvoir de décision relève du fait, et non plus du droit. Les seuils inférieurs à 33% - qu'ils soient fixés à 25 ou 30%⁴ - ne devraient alors entraîner le déclenchement d'une offre obligatoire qu'autant qu'ils apparaissent nettement supérieurs aux participations détenues par les autres actionnaires. Seul élément objectif permettant d'assurer une information suffisante aux investisseurs relativement à la réalité de l'exercice du pouvoir au sein de l'émetteur, la dispersion du capital doit constituer un critère

¹ Retraçant les analyses conduites dans le *Rapport FIELD*, un auteur énonce à propos de l'échantillon des sociétés du CAC 40 examinées que « la minorité de blocage dans ce type de situation n'est d'aucune utilité puisque, d'une certaine manière, elle n'existe pas. (...) Il peut ainsi y avoir une déconnection entre le seuil du tiers du capital ou en droit de vote obligeant au dépôt d'une offre publique et le contrôle de fait que peut exercer un ou plusieurs actionnaires de concert sur une société cotée », S. SABATIER, « Les seuils des offres publiques », préc., n° 33, p. 44.

² Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention, du groupe de travail présidé par Bernard FIELD, octobre 2008, p. 23-28. Comme le remarque un auteur, « Ce seuil (...) est le plus souvent trop faible pour exercer le contrôle dans les assemblées des sociétés non cotées, mais il est en général largement suffisant à cet effet dans une société non cotée », D. OHL, préc., n° 425, p. 251.

³ A.-C. MULLER, « Offres publiques et actions de concert », *RDBF*, mars-avril 2011, dossier 11, n° 9.

⁴ Sur la différence entre ces deux seuils aux fins de la possibilité d'exercice d'un contrôle de fait, S. SABATIER, « Les seuils des offres publiques », préc., n° 35, p. 44-45.

de complément, ainsi que cela est déjà le cas pour déterminer l'existence du contrôle sur le fondement de l'article L.233-3, II du Code de commerce¹.

703. Afin de tenir compte de la situation réelle de l'émetteur, ce sont alors deux critères qui doivent être combinés pour définir les cas d'offre obligatoire qui résultent de participations inférieures au seuil juridique de la minorité de blocage de 33%. Il faut d'une part tenir compte de la participation du déclarant et d'autre part envisager son importance relative à l'égard de celles que détiennent les autres actionnaires². Ainsi, au cas où le seuil de 25% serait franchi, une offre obligatoire devrait être déposée si les participations additionnées des deux principaux actionnaires, hors le déclarant, ne sont pas supérieures à 25%. La situation peut toutefois évoluer au cours du temps. Il convient donc de ne prendre pour référence que la participation relative au jour de la déclaration de franchissement du seuil de déclenchement de l'offre obligatoire. Pour compléter le dispositif, il faut alors également modifier le champ de l'offre publique liée à « un excès de vitesse d'acquisition ». C'est alors le champ d'application de l'article 234-5 du règlement général qu'il convient d'étendre en énonçant que, en cas de franchissement du seuil de 25%, lorsqu'il n'a pas été procédé à une offre publique obligatoire et que la participation des deux actionnaires principaux est devenue inférieure à celle du déclarant, l'acquisition de 2% du capital ou des droits de vote de l'émetteur sur une période de douze mois doit entraîner le dépôt d'une offre publique obligatoire.
704. On prendra ici le risque de suggérer une modification du dispositif pour synthétiser le raisonnement qui précède. Il pourrait être ajouté un alinéa 3 à l'article 234-5 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, rédigé dans les termes suivants « *Les dispositions du premier alinéa s'appliquent également à toute personne physique ou morale qui, agissant seule ou de concert au sens de l'article L.233-10 du Code de commerce, vient à détenir plus du quart des titres de capital ou des droits de vote d'une société, lorsque la fraction du capital ou des droits de vote ainsi acquise est au moins égale à celle que détiennent ensemble les deux actionnaires détenant la plus haute participation dans la société, au jour de l'acquisition* ». En outre, l'article 234-5 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers se verrait ajouté un alinéa 4 rédigé comme suit : « *Les dispositions de l'article L.234-2 alinéa premier s'appliquent aux personnes physiques ou morales, agissant seules ou de concert, qui détiennent directement ou indirectement une fraction comprise entre le quart et le tiers du nombre total des titres de capital ou des droits de vote d'une société et qui, en moins de douze mois consécutifs, augmentent le nombre des titres de capital ou des*

¹ Au sens de cette disposition, une société présumée en contrôler une autre « lorsqu'elle dispose directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40% et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne ».

² Pour une suggestion reposant sur un raisonnement semblable, S. SABATIER, « Les seuils des offres publiques », préc., n° 36, p. 45 : « Il semblerait cohérent (...) que la fraction de droits de vote au-delà de laquelle le contrôle est présumé si aucun autre actionnaire ne détient une participation supérieure, soit abaissée à 30% afin de correspondre à ce nouveau seuil ».

droits de vote qu'elles détiennent d'au moins 2% du nombre total des titres de capital ou des droits de vote de la société, lorsqu'une telle augmentation a eu pour effet de porter le nombre d'actions ou de droits de vote détenus à une fraction au moins égale à celle détenue ensemble par les deux actionnaires détenant la plus haute participation dans la société, au terme des douze mois considérés ».

705. La mise en œuvre d'une telle règle se trouverait facilitée par l'obligation faite par l'article 234-5, alinéa 2 du règlement général AMF aux personnes détenant, seules ou de concert une fraction comprise entre les trois dixièmes et la moitié du capital ou des droits de vote d'informer l'AMF des variations du nombre de titres de capital ou de droits de vote qu'elles détiennent, à charge pour celle-ci de publier de telles informations. À notre sens, le seuil doit être déterminé non de manière absolue, mais comme un « seuil de sensibilité », compte tenu du pouvoir relatif ainsi acquis par le déclarant.
706. Aux fins du calcul du seuil, la loi de régulation bancaire et financière conduit à préciser les titres pris en compte aux fins de la détermination du seuil déclenchant l'obligation de dépôt d'une offre publique. Désormais, le calcul du numérateur, qui n'incluait initialement que les actions détenues en propre aux fins de l'obligation de déposer une offre publique, a été aligné presque intégralement sur celui générant une simple obligation déclarative. L'extension de l'assimilation aux fins du calcul du numérateur au titre du seuil de l'offre obligatoire est plus large que celle inscrite dans le projet de loi. Son article 9 invitait à une réécriture de l'article L.433-3 du Code monétaire et financier en énonçant que devaient être pris en compte les titres assimilés à l'exception des 4° et 6° de l'article L.233-9, et des actions visées au 5°, lorsque l'usufruitier ne dispose pas des droits de vote. Ces exceptions instituaient donc un décalage dans le calcul des participations selon le seuil franchi, compte tenu des conséquences différentes qui en résultent. Dans sa version en vigueur, la loi de régulation bancaire et financière a élargi l'assimilation en inscrivant à l'article L.433-3, I un second alinéa qui dispose que « la détention directe ou indirecte d'une fraction du capital ou des droits de vote est appréciée au regard des articles L.233-7 et L.233-9 du Code de commerce. Le règlement général AMF fixe la liste précise des accords ou instruments financiers mentionnés au 4° du I de l'article L.233-9 qui doivent être pris en compte pour la détermination de cette détention.
707. La version définitive retenue est plus satisfaisante. En premier lieu, l'exclusion concernant les actions dont le déclarant a simplement l'usufruit sans disposer du droit de vote apparaissait sans objet compte tenu de la jurisprudence récente. À suivre ses développements, l'usufruitier ne saurait être privé en toute hypothèse de l'exercice du droit de vote. La jurisprudence lui reconnaît un droit irréductible de voter lors des décisions relatives à l'affectation des bénéfices¹ et admet, plus encore, que celui-ci exerce le droit de vote en tous les cas, dès lors qu'est préservé le droit du nu-propiétaire de participer aux décisions collectives. Si la logique

¹ Cf. *supra*, n° 578.

de l'exception à l'assimilation réside en ce que les titres détenus en usufruit peuvent ne pas conférer à l'usufruitier une possibilité réelle d'influence sur la marche de l'émetteur, la seule hypothèse dans laquelle l'usufruitier ne dispose d'aucun droit de vote est celle dans laquelle son droit porte sur des actions qui en sont dépourvues. Il s'agit donc d'actions de préférence, ce que le projet de loi de régulation bancaire et financière aurait gagné à préciser pour limiter toute incertitude quant à la portée de cette disposition sur la jurisprudence rendue sur le fondement du droit commun.

708. En second lieu, l'exclusion des titres visés au 6° de l'article L.233-9, I implique que pour déterminer le franchissement du seuil de l'offre obligatoire, ne sont pas pris en compte « *les actions ou droits de vote possédés par un tiers avec lequel cette personne a conclu un accord de cession temporaire sur ces actions ou droits de vote* ». Le renvoi pur et simple à cette assimilation indique que les titres ainsi visés ne doivent pas être pris en compte, que les titres soient dans le patrimoine du déclarant au titre d'un emprunt, ou qu'ils soient prêtés à un tiers. On perçoit ici les conséquences néfastes de l'ambiguïté signalée plus haut dans la transposition de ce cas d'assimilation en droit français. Si l'on peut concevoir que les titres prêtés à un tiers ne soient pas comptabilisés, en ce qu'ils excluent l'exercice par le déclarant des droits de vote qui y sont attachés, il paraît discutable d'avoir exclu les titres dont le déclarant a la propriété, fût-ce à titre temporaire. À l'occasion de l'assemblée générale, le déclarant pourra disposer sur la base de tels titres, d'une minorité de blocage qui justifierait le lancement d'une offre publique. Le caractère temporaire du droit de propriété dont il dispose ne doit pas conduire à méconnaître la réalité du pouvoir de blocage dont le déclarant dispose. Enfin, l'exclusion des titres visés à l'article L.233-9, I, 4° conduit à un décalage dans le calcul des participations selon le seuil franchi. Cette différence peut toutefois être justifiée par le fait que si l'appréciation de l'influence réelle du déclarant est moins rigoureusement appréciée dans le cas du franchissement du seuil de déclenchement de l'offre publique obligatoire, cela est nécessaire pour limiter le champ d'une telle procédure au vu des conséquences qu'elle emporte pour le déclarant. Le franchissement du seuil déclenchant l'offre publique doit être apprécié en fonction de la puissance de vote effective dont dispose le déclarant.

709. À ce titre, ainsi qu'y invite l'article L.433-3, I, alinéa 2 du Code monétaire et financier, l'article 234-1 du règlement général AMF est venu préciser les actions faisant l'objet d'une assimilation aux fins du déclenchement de l'offre publique obligatoire. Les trois catégories de titres concernées¹ ont été identifiées à partir de l'accès direct et inconditionnel au capital ou aux droits de vote de l'émetteur qu'ils confèrent. L'assimilation est ainsi circonscrite à la nécessité de déterminer la puissance de vote réelle du déclarant. Cette recherche de précision

¹ Il s'agit des obligations échangeables en actions (1°), des contrats à terme (2°) et des options (3°). Ces instruments sont les mêmes que ceux énumérés à l'article 223-11, II RG AMF, à la différence près que, dans cette dernière disposition, et de manière apparemment *contra legem*, la liste donnée n'est pas limitative, ainsi que le révèle l'emploi de l'adverbe notamment.

dans la détermination des titres intégrant le seuil de l'offre obligatoire¹ résulte de la règle identique qui s'applique aux options et, en général, aux accords visés par l'article L.233-9, I, 4 du Code de commerce. Lorsque l'accord – ou l'option² – ne peut être exercé « *que sous condition que le cours de l'action atteigne un seuil précisé, les actions faisant l'objet dudit accord sont assimilées aux actions dès que ce seuil est atteint* ».

710. Ce critère est semblable à celui qui permet de tracer la ligne de démarcation entre assimilation et information séparée dans les déclarations en général, en vertu de l'article 223-11, II, alinéa 2 du règlement général AMF. Ce tempérament procède de l'objectif consistant à n'intégrer les instruments conditionnels dans le calcul du seuil que dans l'hypothèse où la condition s'est réalisée, l'accès aux actions déjà émises devenant alors potestatif. Tant que les actions n'ont pas atteint le cours prévu, leur comptabilisation conduirait à imposer au déclarant l'obligation de déposer une offre publique obligatoire à raison d'une participation constituée, au moins pour partie, par des instruments ne conférant qu'un accès virtuel aux actions de la société.
711. Ce dispositif n'est certainement pas immuable compte tenu des nombreuses discussions relatives au périmètre de l'information séparée déjà évoquées plus haut. Le choix en faveur de l'assimilation totale des instruments à effets économiques similaires à la détention d'actions conduira à l'introduction d'un nouveau cas d'assimilation dont l'extension aux offres publiques obligatoires finira, quelles qu'en soient les vicissitudes, par s'imposer. C'est toutefois sur ce point que se cristallise actuellement une opposition au niveau national. La proposition du sénateur MARINI³ se distingue de celle actuellement en discussion à l'Assemblée nationale. Selon cette dernière, il est suggéré d'écarter ce nouveau cas d'assimilation du calcul du seuil générateur l'obligation de déposer un projet d'offre publique par un ajout au deuxième alinéa de l'article L.433-3, I du Code monétaire et financier⁴. La proposition du sénateur MARINI supportait, au contraire, une assimilation intégrale, y compris à l'occasion du franchissement du seuil de déclenchement de l'offre publique obligatoire, du fait qu' « *une exposition économique supérieure à 30%, même si elle ne s'accompagne pas de la détention immédiate des actions, n'est pas toujours fortuite et laisse à tout le moins planer une ambiguïté sur les intentions réelles de l'investisseur, dommageable pour le marché et*

¹ Comme on l'a observé, « Déclaration de franchissement de seuil et seuil d'offre obligatoire répondent à des logiques différentes et, en ce qui concerne ce dernier, seuls les titres qui confèrent effectivement des droits de vote doivent être pris en compte », J.-F. BIARD, « Projet de loi de régulation bancaire et financière », *RDBF*, mars-avril 2010, comm. 73, p. 74. Égal. A.-C. MULLER, « Offres publiques et action de concert », *RDBF*, mars-avril 2011, dossier 11, n° 13.

² Cette règle est en effet énoncée dans les mêmes termes pour les options et les accords, au 3° et à l'alinéa 2 de l'article 234-1 RG AMF.

³ *Proposition de loi n° 695 tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier*, présentée par le sénateur Philippe MARINI, 29 juin 2011.

⁴ Selon l'article 21 *bis*, IV de la proposition de loi n° 750 du 18 octobre 2011 précitée, « le deuxième alinéa du I de l'article L.433-3 du code monétaire et financier est complété par une phrase ainsi rédigée : « les accords et instruments mentionnés au 4° *bis* du I de l'article L.233-9 du Code de commerce ne sont pas pris en compte pour la détermination de cette détention ».

susceptible de ménager une prise de contrôle « par surprise » en assemblée générale »¹. Les leçons de l'affaire LVMH ne sont pas loin mais l'Assemblée nationale ne semble pas encore prête à les tirer en totalité, pour des raisons qui tiennent à la lourdeur de l'offre obligatoire pour un ou plusieurs investisseurs qui ne prennent qu'un risque économique dans la société, sans jouir d'une puissance de vote du fait des instruments en cause. L'assimilation totale est en marche et révèle plus que jamais le lien qui unit le besoin général d'anticipation du marché relatif à la puissance de vote des associés à la détection anticipée des prises de contrôle.

712. Synthèse – L'étude des obligations complémentaires aux déclarations de franchissement de seuils met en lumière leur relation à l'objectif d'anticipation et de progressivité des changements de contrôle. Le franchissement à la hausse du seuil est un indicateur de nature à fonder une information renforcée qui porte directement sur les intentions du déclarant. Ce contrôle direct des motivations est également un instrument nécessaire à la lutte contre les rumeurs. La déclaration d'intention constitue donc une catégorie d'informations prédictives qui, si elles n'ont pas le même fait générateur, n'en ont pas moins la même fonction consistant à permettre au marché d'anticiper la montée au capital et la réalisation d'une prise de contrôle par un investisseur.

En relation à l'objectif d'assurer la progressivité des prises de contrôle, l'information n'est toutefois pas suffisante à permettre la formation des prix. Le législateur cesse ainsi de s'en remettre à la fonction prédictive de l'information en cas de franchissement du seuil de l'offre obligatoire pour contraindre l'initiateur en déterminant l'étendue de son offre et le prix minimum auquel elle doit être proposée. C'est alors le tracé d'une frontière au-delà de laquelle l'information du marché n'est plus jugée suffisante à la détermination du prix qui constitue l'enjeu de la détermination du seuil de l'offre obligatoire.

La présence d'obligations complémentaires ne constitue toutefois pas la seule caractéristique du régime des obligations déclaratives qui découlent de leur fonction prédictive. L'objet particulier de la réglementation a conduit le législateur à établir des sanctions spécifiques liées au défaut partiel ou total d'exécution de telles obligations. Ces sanctions doivent permettre d'apprécier dans quelle mesure elles remédient à l'atteinte ainsi portée à la fonction prédictive de l'information.

¹ *Proposition de loi n° 695*, p. 16. Pour tempérer la rigueur du dispositif et ne pas imposer une offre obligatoire, la même proposition ne repose ainsi pas sur une distinction des instruments conduisant au franchissement du seuil mais sur une ouverture des cas de dérogation aux « franchissements purement techniques et temporaires (limités à six mois) du seuil de 30%, sans intention de contrôle », réservant à l'AMF d'en fixer les conditions, p. 17 et 23.

§3. Les sanctions caractéristiques : privation et suspension des droits de vote

713. La sanction civile de principe énoncée par le Code de commerce en cas d'inexécution totale ou partielle de l'obligation déclarative à l'occasion d'un franchissement de seuil est la privation des droits de vote¹. Cette sanction n'est toutefois pas la seule qui résulte du dispositif en la matière. Il a en effet été observé que « *le défaillant, qu'il soit fautif ou négligent, se trouve exposé à un arsenal de sanctions impressionnant* »². C'est toutefois à la seule sanction civile qui résulte de l'article L.233-14 du Code de commerce que sera consacré ce paragraphe en ce qu'elle constitue le remède le plus adéquate aux conséquences de l'inexécution de l'obligation déclarative³. Ainsi, on se contentera d'évoquer la nullité facultative⁴, comme une conséquence possible, mais peu probable, d'une résolution prise en assemblée sur la base d'une participation non déclarée ou d'une privation injustifiée des droits de vote d'un actionnaire par le bureau qui aurait mal apprécié l'étendue des obligations déclaratives. En effet, tant l'hostilité fondamentale du droit des sociétés au prononcé d'une nullité⁵ que l'absence de pertinence d'une telle sanction eu égard à l'impératif d'information

¹ C'est peu dire que les risques d'inexécution sont nombreux. Il résulte en effet de l'article 223-14 RG AMF que la déclaration proprement dite peut contenir jusqu'à seize rubriques, dont le contenu est bien délicat à déterminer, ainsi qu'il a été exposé dans la précédente section. Des auteurs font une synthèse réaliste des risques qui pèsent sur le déclarant en énonçant que « constitue notamment l'irrégularité, le non respect du délai, l'absence de mention du nombre d'actions et de droits de vote détenus par le ou les déclarants immédiatement après franchissement du seuil, la non déclaration des seuils franchis individuellement par des actionnaires agissant de concert et cela alors même que les membres du concert auraient signalé le seuil franchi globalement, une erreur de date ou une lacune quelconque au regard de la liste des mentions prescrites par les textes applicables », C. MAISON-BLANCHE et D. LECAT, « Essai de synthèse sur les sanctions en cas de violation de l'obligation de déclaration de franchissements de seuils dans le capital et les droits de vote des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé », *RTDF* n°3, 2007, p. 146-147.

² C. MAISON-BLANCHE et D. LECAT, « Essai de synthèse sur les sanctions en cas de violation de l'obligation de déclaration de franchissements de seuils... », préc., p. 147.

³ La privation des droits de vote apparaît toutefois non pertinente concernant le défaut de déclaration d'instruments qui ne confèrent en eux-mêmes aucun droit de vote. Un aménagement des sanctions est donc requis au titre de l'éventuelle inclusion des contrats financiers conférant une exposition économique aux actions sous-jacentes dans le calcul du numérateur. Ce point n'a pas échappé à la proposition de loi du sénateur MARINI déjà évoquée, qui suggère « de compléter le régime de sanction (...) en prévoyant que l'AMF puisse également prononcer une sanction pécuniaire en cas d'irrégularité » (p. 15). Cette sanction fondée sur les pouvoirs dont dispose déjà l'AMF, plafonnée à 100 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés, et proportionnée à la gravité du manquement commis et aux avantages ou profits éventuellement tirés de ce manquement (p. 19), serait inscrite dans un nouvel alinéa de l'article L.233-14. Cette modification n'a pas été reprise dans la proposition de loi n° 750 du 18 octobre 2011, telle qu'elle a été adoptée en première lecture à l'Assemblée nationale.

⁴ La nullité peut être prononcée, à titre facultatif, en vertu de l'article L.235-2-1 du Ccom. qui dispose désormais que « les délibérations prises en violation des dispositions régissant les droits de vote attachés aux actions peuvent être annulées ». La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 a ainsi substitué une nullité facultative à la nullité automatique qu'imposait la rédaction antérieure de cette disposition. Créé par la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière, le texte disposait à l'origine que « sont nulles les délibérations prises en violation des dispositions régissant les droits de vote attachés aux actions ».

⁵ Sur les obstacles que rencontre l'action en nullité des actes et délibérations, M. COZIAN, A. VIANDIER, F. DEBOISSY, *op. cit.*, n° 439, p. 246-247.

du marché¹ permettent de penser que les juges ne seront pas amenés à recourir fréquemment à la faculté que leur ouvre l'article L.235-2-1 du Code de commerce. Bien qu'une sanction pénale soit également énoncée par le Code de commerce à l'article L.247-2², sa modicité la rend tout à fait inadaptée à l'importance des enjeux financiers liés à l'acquisition d'une participation significative d'un émetteur. Le prononcé d'une sanction pécuniaire par la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers³ est de nature à renforcer l'efficacité du dispositif à moins qu'il ne soit procédé à une aggravation de la sanction pénale, conformément aux préconisations du *rapport Coulon*⁴.

714. Bien que la responsabilité administrative du déclarant ait été reconnue sur le fondement du pouvoir de sanction qui revient à l'AMF en vertu de l'article 621-15 du Code monétaire et financier et s'inscrit dans sa mission générale de veiller à l'information des investisseurs, c'est l'étude de la sanction civile qui met en lumière l'objectif que poursuit le dispositif par le biais de la réglementation des franchissements de seuils. Les sanctions pécuniaires, qu'elles soient pénales ou administratives, indiquent de façon générique que l'absence de déclaration a porté atteinte à l'information du public alors que la privation ou la suspension du droit de vote met en lumière en quoi a consisté la désinformation du marché. Le débiteur de l'obligation voit en effet sa puissance de vote partiellement anéantie ou totalement suspendue du fait qu'il n'a pas informé le marché et l'émetteur de sa progression⁵ en capital et en droit de vote. Si sa mise en

¹ La nullité n'est pas une sanction adaptée à la matière. Le marché a vocation à être informé des évolutions du pouvoir au sein de la société selon une logique prospective. Or, conformément au droit commun, le propre de la nullité appliquée aux délibérations est d'opérer de façon rétroactive (et contrairement à l'article 1844-15 du Code civil énonce au contraire concernant la nullité de la société que lorsque celle-ci est prononcée, « elle met fin, sans rétroactivité, à l'exécution du contrat »). Ainsi, l'application *a posteriori* d'une sanction lourde comme la nullité serait de nature à bouleverser en profondeur les anticipations du marché consécutives à la tenue et à l'adoption des résolutions par l'assemblée générale de l'émetteur. Si l'information communiquée est incomplète et que sont successivement adoptées des résolutions, le mal est, somme toute, déjà fait. Le fait que la résolution ait été adoptée par une assemblée au sein de laquelle certains actionnaires auraient dû être privés de leurs droits de vote apparaît, dans une telle perspective, secondaire à la bonne information du marché dès lors que la privation du droit de vote suffit, en elle-même, à empêcher l'exercice successif de leur puissance de vote par les actionnaires concernés.

² Sur le débat relatif à l'application de la sanction pénale édictée par l'article L.247-2 du Code de commerce à la violation de l'obligation de déclaration de seuils statutaires, voir A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 397, p. 67-68.

³ Pour une application, v. Décision de sanction AMF, 9 novembre 2006, *Société de Gestion Jousse Morillon Investissement* : *Rev. AMF* déc. 2006, p. 105 ; *RTDF* n° 1 - 2007, p. 125, note N. RONTCHEVSKY ; *Banque & Droit*, janv.-févr. 2007, p. 31, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT-MARS et J.-P. BORNET ; *RTD com.* 2007, p. 203, obs. M. STORCK ; *RDBF* janv.-févr. 2007, comm. 46, obs. D. BOMPOINT. V. en particulier, sur la modicité de la sanction compte tenu de la plus-value réalisée lors de l'offre publique déposée successivement, *RDBF* janv.-févr. 2007, comm. 46, obs. D. BOMPOINT.

⁴ Le rapport retient à juste titre que « le montant de l'amende prévue par l'article L.247-2 du Code de commerce – 18 000 euros – est parfaitement inadapté au regard des montants financiers en jeu dans ce type d'opérations, et devrait être considérablement relevé, sauf à considérer que les dispositifs civils et administratifs existants parallèlement sont suffisamment efficaces », *La dépenalisation de la vie des affaires – Rapport du groupe de travail présidé par Jean-Marie COULON*, La documentation française, Janvier 2008, p. 57.

⁵ « La raison d'être des franchissements de seuils doit être recherchée dans la volonté du législateur d'informer la société et le marché de la progression d'un actionnaire ou d'un groupe d'investisseurs au sein du capital d'une société cotée », A. MARÉCHAL, « La portée de la sanction de suspension des droits de vote en cas d'absence de déclaration régulière des franchissements de seuils », *Bull. Joly Bourse*, 2004, p. 327.

œuvre donne lieu à des incertitudes, son adéquation au dispositif ne peut être mise en doute¹. La suppression du droit de vote de l'actionnaire à hauteur de la participation non déclarée pendant les deux années qui suivent la régularisation est en effet de nature à prévenir tout « coup d'État » dans la société. L'exercice des droits de vote est subordonné à la régularisation de sa situation par l'actionnaire et soumis à l'écoulement d'un délai qui permet aux autres actionnaires de prévenir la mise en œuvre de sa stratégie par celui qui n'a pas su se rendre transparent au marché. Quelle est la portée théorique d'une telle sanction civile²? L'actionnaire se voit privé de son droit de vote. Ce droit est traditionnellement présenté comme la contrepartie du risque pris par l'associé dans la société lors de la réalisation de son apport³. Il apparaît ainsi comme un droit fondamental et propre de l'associé.

Il convient de préciser d'abord le domaine de la sanction. Les conséquences particulièrement rigoureuses de la sanction civile qu'énonce le Code de commerce invitent à analyser cette sanction qui trouve application en cas d'inexécution totale ou partielle de l'obligation déclarative, que celle-ci trouve sa source dans les statuts de l'émetteur comme dans la loi (A). C'est ensuite la mise en œuvre de la sanction qui permettra d'en apprécier la nature duale (B).

A. Le domaine de la sanction : une sanction commune au défaut de déclaration d'un seuil légal ou statutaire

715. La possibilité d'établir des seuils statutaires en dessous de 5%⁴, sous réserve que lesdits seuils ne soient pas séparés entre eux par moins de 0,5% du capital, a été introduite par la loi n° 87-

¹ Sur l'efficacité d'une telle sanction dans l'hypothèse de non déclaration d'instruments à terme ou sur option, du fait de la règle de la privation facultative énoncée par l'article L.233-14, al. 4 du Ccom., voir A. GAUDEMET, *op. cit.*, p. 115-116.

² On rappellera simplement pour mémoire que l'article L.247-2 Ccom. assortit d'une peine de 18000 euros d'amende le non respect des obligations de déclaration qui résultent non seulement de l'article L.233-7 mais aussi des articles L.233-12 et L.233-13. L'étude d'une telle infraction ne sera pas menée ici car elle n'est pas nécessaire à la présente démonstration.

³ A. VIANDIER, *La notion d'associé*, préf. F. TERRÉ, L.G.D.J. 1978.

⁴ Ce texte dispose que « les statuts de la société peuvent prévoir une obligation supplémentaire d'information portant sur la détention de fractions du capital ou des droits de vote inférieures à celle du vingtième mentionnée au I. L'obligation porte sur la détention de chacune de ces fractions, qui ne peuvent être inférieures à 0,5 % du capital ou des droits de vote ». Sur ce dernier point, les incertitudes demeurent malgré la rédaction satisfaisante de la disposition légale à cet égard. Il est en effet précisé à l'article L.233-7, III que la prévision d'une obligation supplémentaire d'information doit porter sur « la détention de fractions du capital ou des droits de vote inférieures à celle du vingtième mentionnée au I ». Il résulte donc d'une interprétation littérale de cette disposition que les seuils statutaires ne peuvent être stipulés qu'en dessous du premier seuil légal fixé à 5% : Pour une lecture semblable, A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 391, p. 66. Faut-il malgré cela reconnaître aux émetteurs la faculté de stipuler des seuils statutaires supérieurs aux seuils légaux, par une interprétation extensive et quelque peu en contradiction avec la lettre de la disposition légale ? Il convient de limiter la faculté reconnue aux émetteurs aux seuils inférieurs à 5% pour deux raisons. La première est théorique. Si, là où la loi n'opère pas de distinction, son interprète ne le doit pas non plus, il paraît en revanche que, lorsque la loi délimite de façon claire et explicite la liberté contractuelle des parties (les clauses statutaires ont la nature de stipulations contractuelles), sa lettre doit être respectée, tout particulièrement au sujet de règles impératives comme le sont celles qu'édictent le législateur en matière de franchissement de seuils. La seconde, pratique, repose sur les conséquences

416 du 17 juin 1987 sur l'épargne. Toujours rédigée dans les mêmes termes depuis, cette faculté ouverte aux émetteurs de déterminer eux-mêmes le « seuil minimal de sensibilité » des prises de participation figure aujourd'hui à l'article L.233-7, III du Code de commerce. Le dualisme des seuils statutaires ou légaux repose sur la considération que l'émetteur est intéressé aussi directement que le marché par les évolutions qui affectent l'organisation du pouvoir en son sein. L'émetteur apparaît ainsi comme une partie prenante à même de compléter – ou d'alourdir¹ – le dispositif légal d'information et d'en élargir utilement le champ d'application s'il le juge opportun².

716. La coexistence de seuils statutaires et légaux est toutefois source d'interrogations liées aux conséquences attachées à la non déclaration d'un seuil statutaire. La nature légale ou statutaire du seuil a-t-elle une incidence sur les conséquences qu'engendre un défaut ou une irrégularité dans l'exécution de l'obligation déclarative ? Lorsqu'il s'agit de seuils statutaires, la sanction est aménagée par l'article L.233-7, VI du Code de commerce qui dispose qu' « *en cas de non respect de l'obligation d'information mentionnée au III, les statuts de la société peuvent prévoir que les dispositions des deux premiers alinéas de l'article L.233-14 ne s'appliquent qu'à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction du capital ou des droits de vote de la société émettrice, au moins égale à la plus petite fraction du capital dont la détention doit être déclarée. Cette fraction ne peut toutefois être supérieure à 5%* »³.

qu'entraînerait la reconnaissance d'une telle faculté aux émetteurs. Le dispositif tel qu'il se présente apparaît déjà lourd. Or, si les émetteurs se trouvaient en mesure de stipuler autant d'obligations supplémentaires d'information qu'ils le souhaitent, en dehors des seuils légaux, dans le respect de la fraction minimum de 0,5%, les investisseurs pourraient être soumis jusqu'à deux cent obligations déclaratives, qui, rappelons-le, sont calculées doublement en capital et en droit de vote. Ce n'est pas tant la lourdeur du dispositif pour les investisseurs qui conduit à exclure une telle lecture du dispositif que l'impossibilité pour le marché d'opérer le traitement d'une telle quantité d'information. La reconnaissance d'une telle liberté aux émetteurs ferait ainsi perdre leur portée à la prévision de seuils légaux. En effet, au-delà de leur nature impérative, les seuils légaux ont une valeur indicative de l'importance arithmétique des évolutions qui surviennent dans la composition du capital des sociétés cotées. La prédétermination des seuils déclaratifs a ainsi vocation à limiter les obligations déclaratives à l'information que le marché est effectivement en mesure d'assimiler et qui apparaît significative. Si la pleine transparence serait atteinte en autorisant les émetteurs à stipuler une infinité de seuils, il est certain qu'un tel résultat serait contraire à la nécessité de limiter l'information légale à celle qui apparaît pertinente à l'appréciation de la situation de l'émetteur.

¹ Un auteur observe à cet égard que « la gestion des déclarations et la vérification du respect du dispositif sont souvent « chronophages », pour un résultat d'ailleurs rarement utile. Aussi bien, pour les sociétés à faible capitalisation ou peut s'interroger sur l'utilité de prévoir une obligation statutaire de déclaration de franchissements de seuils, les seuils légaux étant sans doute largement suffisants », A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 398, p. 68.

² Selon une appréciation nuancée de l'efficacité du dispositif, un auteur observe que si « l'efficacité préventive du dispositif statutaire est réduite car l'obligation n'est pas toujours respectée (...) reste toutefois la possibilité d'appliquer la sanction de la privation des droits de vote et d'entraver la marche de l'agresseur éventuel en ouvrant un front judiciaire. Au final, mieux vaut donc stipuler des règles de franchissement de seuils statutaires », A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 398, p. 68.

³ Ainsi, il apparaît, par une lecture *a contrario* de cette disposition, corroborée par la généralité des termes des deux premiers alinéas de l'article L.233-14 Ccom., que la sanction de la privation des droits de vote qu'ils énoncent s'applique de façon automatique à tout franchissement de seuils non déclaré ou irrégulièrement déclaré au-delà de 5%. En revanche, pour les seuils statutaires inférieurs au vingtième, la sanction peut être aménagée et

717. Est-ce à dire que, à défaut de toute stipulation statutaire mettant en œuvre une telle possibilité d'aménagement, la sanction de la non déclaration d'un seuil statutaire doit être celle de la privation des droits de vote qu'énonce l'article L.233-14, alinéa premier ? La première opinion¹ paraît devoir être approuvée pour deux raisons. L'une, de stricte mise en relation des dispositions législatives entre elles, repose sur le périmètre de la faculté d'aménagement statutaire consenti. L'article L.233-7, VI offre la liberté aux parties de soumettre à une condition l'application de l'article L.233-14. Cela implique, en l'absence de toute autre précision, qu'à défaut, une telle sanction trouve normalement à s'appliquer en cas de non déclaration de franchissement d'un seuil statutaire tout comme d'un seuil légal. Là où la loi ne distingue pas, l'interprète ne le doit pas non plus.
718. Cet argument ne saurait toutefois suffire. En effet, en énonçant la sanction attachée à la non déclaration, l'article L.233-14, alinéa premier ne fait référence qu'aux I, II et VII de l'article L.233-7. La lecture de cette disposition pourrait ainsi laisser entendre que la non déclaration ou la déclaration irrégulière de franchissement d'un seuil statutaire ne rentrerait pas dans le périmètre de la sanction qu'elle énonce. S'agit-il d'un manque de précision du législateur ou de l'expression d'une volonté de soustraire le franchissement irrégulier des seuils statutaires à la lourde sanction que constitue la privation des droits de vote ? La première hypothèse nous semble la bonne car, ainsi que nous l'avons observé, c'est la seule qui permette de donner une signification cohérente à la possibilité d'aménagement qu'offre l'article L.233-7, VI.
719. En outre, une telle solution peut être supportée par analogie en ayant égard à l'évolution récente qu'a connue la jurisprudence de la chambre commerciale dans le domaine de la nullité des actes ou délibérations non modificatifs des statuts. Il convient d'abord de justifier un tel recours à un raisonnement analogique. La non déclaration du franchissement d'un seuil statutaire constitue intrinsèquement la violation d'une disposition statutaire. Or, en matière de nullité, la jurisprudence refuse de manière constante que la violation d'une disposition statutaire conduise à l'annulation d'un acte ou d'une délibération. Elle l'a rappelé sans ambiguïté dans un récent arrêt rendu par la chambre commerciale le 18 mai 2010². Une action en nullité avait été exercée par l'un des deux actionnaires égalitaires d'une société par actions simplifiée, à l'encontre de réunions du conseil d'administration qui s'étaient tenues en violation des règles de représentation paritaire des actionnaires au sein de l'organe de direction résultant des statuts et du règlement intérieur de la société. Procédant à une interprétation des statuts et du règlement intérieur de la SAS, la Cour d'appel avait refusé

être soumise à une demande d'actionnaires détenant, seul ou ensemble, une fraction de capital au moins égale à celle qui aurait dû être déclarée, qui ne peut ainsi être inférieure à 0,5%.

¹ En ce sens, M. GERMAIN, « Les déclarations de franchissement de seuils », *RDBB* 1990, p. 20 ; A. VIANDIER, *op. cit.*, n° 395, p. 67.

² Com. 18 mai 2010, *Société FDG c/ SAS Larzul*, D. 2010, p. 1345, note A. LIENHARD ; *Dr. sociétés*, août 2010, comm. 156, note M.-L. COQUELET ; *JCP E*, 10 juin 2010, 1562, note A. COURET et B. DONDERO ; *Bull. Joly*, juill. 2007, p. 651, note H. LE NABASQUE ; *RTDF* n° 2 - 2010, p. 113, note D. PORACCHIA.

d'annuler les décisions en cause, estimant qu'elles avaient été prises conformément aux statuts et que le conseil avait ainsi valablement pu statuer. Ainsi placé sur le terrain de l'interprétation du contrat, ce qui étonne d'ailleurs compte tenu du fait que l'objet de la cause était une demande en annulation, l'arrêt d'appel avait été frappé d'un pourvoi fondé sur l'article 1134 du Code civil alléguant la dénaturation des stipulations statutaires. Ce pourvoi fut rejeté par la chambre commerciale qui choisit d'opérer par substitution de motifs pour justifier l'arrêt rendu par la Cour d'appel. Replaçant le débat sur le fondement de la sanction attachée aux actes et délibérations rendus en violation de dispositions statutaires, la chambre commerciale reprit les termes de l'article L.235-1, alinéa second du Code de commerce¹ en énonçant que « *le non-respect des stipulations contenues dans les statuts ou dans le règlement intérieur n'est pas sanctionné par la nullité* ». Ce motif de rejet était toutefois assorti d'une importante réserve rédigée dans les termes suivants : « *sous réserve des cas dans lesquels il a été fait usage de la faculté, ouverte par une disposition impérative, d'aménager conventionnellement la règle posée par celle-ci* ». Quant à son principe, la solution ne saurait surprendre². C'est cependant par le tempérament qu'elle apporte que cette solution est susceptible de fonder par analogie la soumission de la non déclaration du franchissement de seuils statutaires à la sanction de principe que constitue la privation des droits de vote. L'arrêt *Larzul* admet en effet que puisse être sanctionnée par la nullité la violation d'une stipulation statutaire faisant usage de la faculté ouverte par une disposition impérative de l'aménager conventionnellement.

720. En dépit des problèmes d'interprétation qu'elle suscite³, la solution nous paraît fondée sur des considérations de nature à justifier l'extension de la privation des droits de vote au défaut d'information relatif au franchissement d'un seuil statutaire. En effet, le dispositif existant en matière de franchissement de seuils constitue, à n'en pas douter, une réglementation d'ordre public qui s'impose à toutes les sociétés qui rentrent dans son champ d'application. On en prendra pour preuve le fait que lorsque les actions sont admises aux négociations sur un marché autre qu'un marché réglementé, l'article L.233-7, II précise qu'une information de l'Autorité des marchés financiers peut n'être délivrée qu'à l'occasion du franchissement d'une partie des seuils mentionnés au I, « *dans les conditions fixées par le règlement général de*

¹ Cette disposition, dont la chambre commerciale reprend les termes en ouvrant son attendu de principe, énonce que « la nullité des actes ou délibérations autres que ceux prévus à l'alinéa précédent [les actes ou délibérations non modificatifs de statuts] ne peut résulter que de la violation d'une disposition impérative du présent livre [II] du même code ou des lois qui régissent les contrats ». L'article L.235-1, al.1^{er} Ccom. traite pour sa part de la nullité des sociétés et des actes modifiant les statuts.

² Elle vise toutefois tant les stipulations contenues dans les statuts que celle résultant du règlement intérieur, alors qu'en l'espèce, la méconnaissance du règlement intérieur était essentiellement en cause. Cela ne donne que plus de force à l'exclusion de la violation des stipulations statutaires du champ de la nullité.

³ Un tel *obiter dictum* n'a pas manqué d'entraîner des incertitudes chez les commentateurs sur ce qu'il faut entendre par « disposition impérative » : par exemple, la note de D. PORACCHIA, *RTDF* n° 2 - 2010, n° 6, p. 114. De même, en quoi consiste cette faculté d'aménagement conventionnelle qu'ouvrirait dans certains cas une disposition impérative ? Voir la note de H. LE NABASQUE, *Bull. Joly*, juill. 2007, p. 651.

l'Autorité des marchés financiers »¹. Ainsi, le nombre de seuils donnant lieu à une obligation de déclaration de franchissement suppose le respect des conditions fixées par le règlement général sur délégation réalisée par le Code de commerce.

721. L'article L.233-7, III se prête parfaitement à la définition donnée par la Chambre commerciale dans l'arrêt *Larzul*. Il s'agit bien d'une faculté d'aménagement conventionnel ouverte par une disposition impérative, les seuils légaux résultant du I ne pouvant être exclus par la volonté des actionnaires. Il apparaît ainsi que, par une extension analogique d'une telle solution, destinée à assouplir l'acception rigide du domaine des nullités, on doit admettre que la sanction de la privation des droits de vote peut s'appliquer aux fractions non déclarées en violation des seuils statutaires qu'il est permis à une société d'instaurer comme aménagement et enrichissement conventionnel des dispositions impératives en matière de franchissement de seuil. Le caractère rigoureux de la sanction justifie que son domaine ne soit pas entendu de façon trop large², ainsi qu'il en est de principe en matière de nullité. En revanche, compte tenu de la méthode utilisée par le législateur, cette sanction doit trouver à s'appliquer par « l'impérativité d'emprunt » qui caractérise les seuils statutaires. Ainsi, par analogie, l'extension de la sanction automatique de la privation des droits de vote à la non déclaration de seuils statutaires se trouve confortée par l'assouplissement introduit à l'égard de la sanction également rigoureuse de la nullité.
722. L'analyse ainsi développée ne trouve toutefois qu'un mince appui dans la jurisprudence. Il s'agit d'un jugement de premier degré, désormais assez ancien, dans lequel la deuxième chambre commerciale du tribunal de grande instance de Strasbourg avait estimé que, à défaut de déclaration du franchissement des seuils statutaires fixés à 1%, réalisé dans le cadre d'une action de concert, les deux sociétés concertistes avaient été privées du droit de vote pour la part excédant la fraction statutaire de 1%. Il avait ainsi été fait application de la sanction

¹ Il s'agit de l'article 223-15-1 RG AMF. Cette disposition, qui figure au paragraphe consacré aux « dispositions applicables aux systèmes multilatéraux de négociation organisé », fait obligation de procéder aux déclarations de franchissement de seuils pour toute personne qui, sur de tels marchés, « vient à posséder, dans les conditions prévues aux articles L.233-7 et suivants du Code de commerce, plus de la moitié ou des dix-neuf vingtièmes du capital ou des droits de vote ». En somme, sur les marchés organisés, l'obligation de déclaration est limitée au franchissement des seuils de la moitié ou de 95% du capital ou des droits de vote. Ce paragraphe a été enrichi par l'arrêté du 4 novembre 2009 d'un article 223-15-2 qui dispose désormais que « les dispositions de la présente sous-section sont applicables aux sociétés dont les instruments financiers ont cessé d'être admis aux négociations sur un marché réglementé pour être admis aux négociations sur un système multilatéral de négociations organisé au sens de l'article 524-1, pendant une durée de trois ans à compter de cette admission, dans les conditions prévues à l'article L.233-7-1 du Code de commerce ».

² La même préoccupation a été expressément évoquée dans le *Rapport sur les opérations de prêt emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires* du groupe de travail présidé par Yves MANSION rendu en janvier 2008. Considérant l'opportunité de prévoir la privation automatique des droits de vote attachés aux titres temporairement détenus, les auteurs du rapport énoncent que « le choix d'une telle approche, en ce qu'elle remet en cause l'un des attributs fondamentaux de l'actionnaire, rend d'autant plus impérieuse la nécessité de prévoir un champ d'application tout à la fois précis et qui ne soit pas contournable par le recours à des mécanismes ou à des produits non visés par l'interdiction », p. 12.

automatique à la non déclaration de franchissement de seuils statutaires¹. Une telle solution nous paraît donc devoir être approuvée pour les raisons qui précèdent. Comme l'avait souligné le commentateur du jugement évoqué, « *le dispositif statutaire n'est rien d'autre qu'un renforcement des règles légales* »².

B. La mise en œuvre de la sanction

723. La sanction de la privation des droits de vote peut être appliquée selon deux modalités qui lui confèrent une nature mixte, entre remède de justice privée et sanction judiciaire à l'inexécution d'une obligation légale (1). Elle soulève en outre des difficultés quant à son objet. Selon la modalité d'application de la sanction retenue, elle est attachée soit aux actions non déclarées, soit à la personne du déclarant (2).

1. La nature mixte de la sanction, entre remède de justice privée et sanction judiciaire à titre de peine privée

724. Simplement décrite, la privation des droits de vote peut être prononcée selon deux modalités qui en font varier l'étendue, en vertu de l'article L.233-14. Le premier est énoncé à son alinéa premier et établit une sanction dite automatique, qui doit être prononcée par l'émetteur lui-même et permet au bureau de l'assemblée générale de réduire les droits de vote susceptibles d'être exercés à ceux qui n'étaient pas soumis à déclaration³. Il s'agit donc d'un procédé singulier de justice privée, destiné à assurer l'effectivité d'une disposition d'ordre public. Le second mécanisme, plus contraignant, est aussi plus lourd de conséquences. L'article L.233-14, alinéa 3 donne pouvoir au tribunal de commerce de prononcer, sur demande du président

¹ TGI Strasbourg 2^e ch., 29 mai 1997, *SA Starfor Facom c/ SA Verneuil Finance et autre*, Bull. Joly 1997, p. 771, note N. RONTCHEVSKY. En l'espèce, non seulement les seuils statutaires n'avaient pas été déclarés au-delà de 1% mais en outre, la déclaration de franchissement du seuil légal de 5% avait été tardive. De sorte que, détenteurs de 6,4% du capital, les concertistes voyaient leur droit de vote suspendu à hauteur de 5,4% du capital, pendant une durée de deux ans suivant la régularisation. Les juges strasbourgeois avaient retenu, pour fixer le point de départ du délai de suspension, que la régularisation avait été réalisée par la production des ordres d'achat à l'audience.

² Notes sous l'arrêt précité, N. RONTCHEVSKY, Bull. Joly 1997, p. 771, n° 14.

³ Sur les incertitudes relatives au pouvoir du bureau dans le cadre d'une action de concert, T.com. Nanterre, 6 mai 2008, *RDBF*, nov.-déc. 2008, comm. 189, T. BONNEAU ; *Rev. soc.* 2008, p. 842, note Y. PACLOT ; *RTD com.* 2008, p. 793, note P. LE CANNU et B. DONDERO ; *ibid.* 2008, p. 595, note N. RONTCHEVSKY ; *D.* 2008, p. 2411, note F. MARTIN-LAPRADE. Le jugement prononce la nullité de la décision du bureau qui avait statué sans mettre en œuvre l'une des présomptions légales de concert édictées à l'article L.233-10, II du Code de commerce et retient que « l'accord n'étant ni avéré ni présumé le bureau n'avait pas le pouvoir de réunir les éventuelles preuves d'une supposée action de concert ni d'apprécier les indices, qu'il ne lui appartenait pas de qualifier une situation juridique qu'il n'avait aucun pouvoir pour analyser ; qu'une telle qualification ne peut être dévolue qu'à une autorité de nature juridictionnelle soumise au principe d'impartialité et au respect des droits de la défense ».

de la société, d'un de ses actionnaires ou de l'Autorité des marchés financiers, la suspension totale ou partielle, pour une durée ne pouvant excéder cinq ans de ses droits de vote à l'encontre de tout actionnaire n'ayant pas satisfait aux obligations déclaratives résultant de l'article L.233-7 ou qui n'aurait pas respecté le contenu de la déclaration d'intention au cours du délai de six mois qu'elle couvrait.

725. La privation des droits de vote consécutive à un défaut d'exécution de l'obligation déclarative présente ainsi une nature mixte. Elle constitue avant tout un remède de justice privée, octroyé pour des raisons d'ordre public mais peut également présenter un caractère judiciaire. Si les deux mécanismes ont le même champ d'application, et peuvent donc se cumuler¹, ils n'ont pas la même portée. Alors que la sanction facultative conduit à une suspension des droits de vote pour une durée préétablie ne pouvant excéder cinq ans, la sanction automatique peut être perpétuelle. Elle suppose une régularisation qui n'aura pour effet de faire recouvrer le droit de vote qu'au terme d'un délai de deux années. À défaut, l'actionnaire se trouve irrémédiablement privé de la possibilité d'exercer le droit de vote attaché à son titre.

Quoique son étendue et sa mise en œuvre varient, le fondement de la sanction demeure toutefois identique. L'investisseur est dans l'impossibilité d'exercer en partie ou en totalité sa puissance de vote pour une certaine durée au sein de l'émetteur, au titre de l'inexécution d'une obligation d'information qu'il devait à l'émetteur et au marché.

2. L'objet dual de la sanction : les actions non déclarées ou la participation du déclarant

726. La question essentielle dans la mise en œuvre de cette sanction réside dans la détermination de son objet. La privation des droits de vote consécutive à un défaut de déclaration est-elle attachée aux titres non déclarés ou à la personne du débiteur de l'obligation ? Si l'on doute de l'intérêt d'une telle interrogation, du fait que l'article L.233-14, alinéa premier, vise désormais « l'actionnaire », elle ne paraît toutefois pas résolue car la sanction s'applique toujours « *aux droits de vote excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée* ». Il semble qu'il faille apporter une réponse nuancée à une telle question. En relation à la sanction automatique de privation des droits de vote attachés à la fraction non déclarée, il faut estimer que la privation des droits de vote porte sur les titres eux-mêmes. On peut en ce sens évoquer

¹ On peut par exemple prévoir que l'intégralité des droits de vote d'un actionnaire soit suspendue pendant une année, alors que continuerait de courir postérieurement le délai de suspension de deux ans suivant la régularisation de la notification pour la fraction non déclarée. Cela suppose toutefois que le délai de suspension sur l'ensemble des droits de vote ne soit pas supérieur à celui qui se limite à la fraction non déclarée. En cette dernière hypothèse, il est bien évident que la sanction facultative aura alors pour effet de faire perdre tout objet à la sanction automatique constatée par le bureau en assemblée générale.

l'arrêt *CNIM contre IDI*¹ dans lequel était posée la question de la régularisation de la situation du déclarant².

727. En l'espèce, plusieurs sociétés agissant de concert avaient vu leurs droits de vote limités à 10% par le bureau de l'assemblée de la société dans laquelle elles détenaient une participation. Cette décision du bureau reposait sur le fait que les concertistes avaient successivement franchi les seuils de 5% et 10% sans les déclarer, et s'étaient contentés de déclarer le franchissement successif, deux années plus tard, du seuil de 20% en capital et en droits de vote. Le franchissement du seuil de 5% par chacun des concertistes à titre individuel dans l'intervalle n'avait par ailleurs donné lieu à aucune déclaration à l'attention du Conseil des marchés financiers. Par effet de la décision du bureau, les concertistes voyaient donc leurs droits de vote limités à la moitié des participations acquises. Elles avaient ainsi formé une action en nullité à l'encontre des résolutions prises en assemblée emportant diverses modifications statutaires³. Leur demande fut accueillie en première instance au motif que, par effet de la dernière déclaration, l'émetteur était connaissait le nombre d'actions et de droits de vote possédés par les concertistes et de l'évolution de leur participation⁴. Ce motif fut jugé inopérant par la Cour d'appel qui, pour infirmer le jugement, considéra que les déclarations portant sur le franchissement du seuil de 20% en capital et en droits de vote « *ne [faisaient] aucune mention du passage, à une date antérieure, du seuil de 10%, que ce soit en capital ou en droits de vote, et n'indiquent pas davantage le nombre des actions détenues par les concertistes lors du passage de ce seuil* »⁵. Les demandeurs en nullité formèrent alors un pourvoi alléguant qu'il résultait des articles L.233-7, alinéa premier et L.233-14, alinéa premier que « *l'auteur du franchissement d'un seuil légal est tenu de déclarer (...) le nombre d'actions qu'il possède au jour de cette déclaration et qu'en cas de déclaration tardive, vaut régularisation de la notification au sens du second la déclaration du nombre des actions possédées au jour de cette régularisation* »⁶. En somme, selon le pourvoi, la déclaration postérieure valait régularisation des seuils non déclarés antérieurement franchis. Reprenant les constatations précitées de la juridiction du second degré, la Cour de cassation rejette le

¹ Com. 10 mai 2006, n° 04-10.696, *IDI c/ CNIM*, pourvoi n° 04-10696 : *Bull. Joly* 2006, p. 1142, note J.-J. DAIGRE; *RTDF* n° 2-2006, p. 62, note H. LE NABASQUE; *RDBF* juill.-août 2006, p. 28, obs. H. LE NABASQUE et P. PORTIER; *RTD com.* 2006, p. 623, obs. M. STORCK, sur lequel, cf. *infra*, n° 553, concernant la nécessité de procéder à la déclaration en capital et en droits de vote afin de mettre en conformité l'interprétation du droit national au droit communautaire.

² Sur cette question, A. MARÉCHAL, « La portée de la sanction de suspension des droits de vote en cas d'absence de déclaration régulière des franchissements de seuils », préc., p. 323.

³ Il s'agissait essentiellement de passer d'un modèle de gestion dans lequel l'organe de direction était un conseil d'administration à un modèle dualiste instituant un directoire et un conseil de surveillance.

⁴ T. Com. Paris (2^e ch.) 10 juin 2003, *JCP E* 2003, 1629, p. 1872, note T. BONNEAU.

⁵ CA Paris, 1^{ère} ch. A, 18 nov. 2003, *SA CNIM c/ Sté IDI et autres*, *Rev. soc.* 2004, p. 120, note P. LE CANNU ; *Bull. Joly*, févr. 2004, p. 231 ; *RDBF* janv.-févr. 2004, p. 37, note H. LE NABASQUE.

⁶ L'enjeu pour les requérants consistait ainsi à démontrer que le point de départ du délai de suspension des droits de vote de deux années se situait aux déclarations faites les 18 février et 3 mai 2000. Les résolutions litigieuses avaient en effet été adoptées lors d'une assemblée tenue le 28 novembre 2002, soit après l'expiration d'un tel délai.

pourvoi en énonçant que « *la cour d'appel en a déduit à bon droit que ces déclarations ne pouvaient valoir régularisation du défaut de déclaration du franchissement de seuil de 10%* ». Ainsi, la régularisation déterminant le point de départ du délai de suspension se situait en réalité au 13 décembre 2002, date à laquelle les concertistes avaient finalement procédé individuellement aux déclarations récapitulatives des franchissements de seuils réalisés antérieurement. Il en résulte que la régularisation doit porter « *expressément sur le seuil qui n'a pas été déclaré et qu'elle précise la date à laquelle le franchissement a été opéré* »¹.

728. Cette solution emporte l'adhésion car « *la raison d'être des déclarations de franchissement de seuils doit être recherchée dans la volonté du législateur d'imposer à celui qui « avance », en capital ou en droits de vote, dans une société, d'en informer en temps réel cette société (et le marché), et non pas seulement de lui communiquer, à un moment donné, les termes de sa position surtout lorsqu'elle est parvenue à son apogée* »². Envisagée par la directive « transparence » au titre de l'information « continue »³, la réglementation des franchissements de seuils tend en effet à faire la lumière de façon progressive sur les évolutions dans la répartition du capital et du pouvoir des émetteurs. Cette logique de progressivité institue un mécanisme de détection anticipée des changements de contrôle que satisfait l'interprétation retenue⁴.

729. Il semble que l'effet de cette jurisprudence consiste à permettre au déclarant de rendre caduque la sanction en revendant ses actions, pour ensuite en acquérir de nouvelles lui permettant d'exercer une influence au sein de la société en informant le marché de leur acquisition. Cette solution est paradoxale. Alors que l'information *a posteriori* empêche l'exercice des droits attachés aux actions non déclarées pendant une durée de deux années, la vente des titres non déclarés suivie du rachat d'autres titres permet au débiteur de récupérer des moyens d'influence dans la société sans délai. N'y a-t-il pas là un contournement de la sanction difficile à justifier ? Une réponse négative s'impose compte tenu de l'objectif d'information poursuivi. Ce qui importe est que l'investisseur ait su se rendre transparent au marché dans l'acquisition des titres lui conférant une puissance de vote. La sanction frappe

¹ Note préc., J.-J. DAIGRE, *Bull. Joly*, 2006, p. 1150.

² Note H. LE NABASQUE, *RTDF* n° 2 - 2006, n° 5, p. 64. Dans le même sens, un auteur observe que « la régularisation suppose une information portant sur le seuil dont le franchissement n'a pas été déclaré ; s'il suffisait de déclarer le seuil suivant, la régularisation n'en serait pas une », J.-J. DAIGRE, note précitée, p. 1149 ; de même, C. MAISON-BLANCHE et D. LECAT, « Essai de synthèse sur les sanctions en cas de violation de l'obligation de déclaration de franchissements de seuils dans le capital et les droits de vote des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé », *RTDF* n° 3 - 2007, p. 146-149 : « Tant que cette régularisation n'a pas lieu, le périmètre de privation est par conséquent évolutif et ne se trouve en rien borné. Si tel n'était pas le cas, il y aurait en effet une incitation implicite pour celui qui souhaite continuer à monter en secret dans le capital d'une société cotée à régulariser le plus tard possible sa situation, la conséquence du report de déclaration se limitant à repousser dans le temps la récupération des droits de vote sur l'excédent au-delà de la fraction non déclarée, sans augmenter le nombre d'actions touché par la privation ».

³ Chapitre III de la directive 2004/109/CE

⁴ Suivant l'image d'un auteur, il apparaît en effet que « la loi, en d'autres termes, exige le film et non pas la photo, prétendrait-elle être « récapitulative », H. LE NABASQUE, préc., n° 5, p. 64.

ainsi l'instrument de puissance de vote acquis de manière occulte¹. L'acquisition de titres nouveaux, dûment déclarés, satisfait le besoin d'information du public relativement à la répartition du capital. Sous la réserve faite par un auteur d'un rapide aller-retour ou d'une interposition de personne, de nature à laisser perdurer la sanction par application de la fraude à la loi ou de la simulation, la régularisation devrait être admise car réalisée « *au prix d'une cession de la participation excédentaire détenue, mesure dont on conviendra aisément qu'elle est plus radicale qu'une simple suspension des droits de vote qui y sont attachés* »².

730. En revanche, en relation à la sanction judiciaire, il semble qu'il faille admettre qu'elle n'est pas tant attachée aux titres eux-mêmes qu'à la personne du déclarant, qui peut se voir privé de la totalité de ses droits de vote alors même qu'une fraction d'entre eux aurait été acquise dans le respect des obligations déclaratives. On peut citer en ce sens un arrêt rendu par la Cour d'appel de Versailles ayant estimé que « *la sanction facultative énoncée par l'article 356-4, al.3 est applicable à tous les droits de vote détenus par l'actionnaire n'ayant pas procédé aux déclarations légales, même lorsque le nombre des actions est devenu à la suite de reventes inférieur au seuil franchi sans déclaration* »³.

¹ C'est également l'application de la sanction aux actions excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée, qui permet d'apporter une réponse à une question qui n'a pas été tranchée par l'arrêt précité. Cette question, telle qu'elle a été formulée par le professeur DAIGRE, est la suivante : « le défaut de déclaration emporte-t-il suspension de tous les droits de vote détenus au-delà du seuil qui n'a pas été déclaré ou seulement de ceux acquis jusqu'au seuil suivant déclaré ? », note précitée, p. 1150. On peut reprendre sur ce point l'analyse conduite par le même auteur à laquelle il doit être souscrit. Malgré des décisions divergentes rendues par les juridictions du fond (CA Versailles, 9 avril 1992 et TGI Strasbourg, 29 mai 1997 précités), il faut en effet estimer que « la sanction de la privation du droit de vote de plein droit est suffisamment sévère pour ne pas aller au-delà du nécessaire. (...) Il n'est pas possible d'étendre aux actions acquises au-delà du nouveau seuil révélé, car l'intéressé serait sanctionné alors qu'il aurait respecté la loi », J.-J. DAIGRE, *ibid.* En ce sens, on doit considérer que la nécessité de la sanction résulte du défaut d'information et doit être limitée compte tenu de ses effets sur cette prérogative essentielle de l'actionnaire que constitue son droit de vote : « La sanction ne peut d'autant plus être étendue au-delà du nécessaire que le droit de vote est un attribut essentiel de l'actionnaire », *ibid.* En somme, si la déclaration du seuil supérieur ne vaut pas régularisation des seuils inférieurs, elle vaut en elle-même information du marché pour la fraction excédant le seuil dûment déclaré. Si l'on suppose par exemple que le seuil de 10% n'ait pas été déclaré mais que l'acquisition d'actions ait porté la participation du débiteur de l'obligation à 17%, après déclaration du seuil de 15%, la sanction aura pour effet de priver de droits de vote la fraction de capital comprise entre 10 et 15%. Au résultat, le déclarant sera en mesure d'exercer lors de l'assemblée générale 12% des droits de vote, car il conviendra de tenir pour valablement déclarée la fraction comprise entre 15% et 17%. Pour une démonstration dans le même sens et un exemple voisin, A. MARÉCHAL, « La portée de la sanction de suspension des droits de vote en cas d'absence de déclaration régulière des franchissements de seuils », préc.

² H. LE NABASQUE, note précitée, n° 5, p. 65. Égal., sur l'aller-retour, C. MAISON-BLANCHE et D. LECAT, « Essai de synthèse sur les sanctions en cas de violation de l'obligation de déclaration de franchissements de seuils... », préc., p. 149. Il conviendrait toutefois de le préciser dans la loi en introduisant un mécanisme alternatif de régularisation lié à la cession des titres privés du droit de vote, l'acquisition ultérieure d'une nouvelle participation étant, par exemple, subordonnée à l'écoulement d'un délai d'un mois. Un tel ajout paraîtrait en effet de nature à préciser le rapport qui unit la sanction à son objet, c'est-à-dire la fraction de capital ou de droits de vote acquise en l'absence de déclaration de franchissement de seuils, tout en évitant le risque contentieux et les incertitudes liées au détournement par le standard de la fraude à la loi, qui constituerait en la matière une limite délicate à sonder pour les opérateurs.

³ CA Versailles, 13^e ch., 9 avril 1992, *Sté CSEE c/ Sté GPG et autre* : *Bull. Joly* 1992, p. 631, note P. LE CANNU ; *Dr. sociétés* 1992, comm. n° 187, obs. H. LE NABASQUE ; *Banque & Droit*, n° 26, nov.-déc.1992, p. 207, obs. F. PELTIER.

731. Un tel dualisme dans l'objet de la sanction est-il cohérent avec les objectifs poursuivis par la réglementation des franchissements de seuils ? Les deux sanctions répondent à des logiques différentes. Par analogie avec le droit de la responsabilité, on pourrait dire que la privation automatique des droits attachés aux actions non déclarées est une sorte de *restitutio in integrum*. La sanction est une sorte de réparation intégrale, la privation des droits étant à la mesure de ceux acquis sans que le marché n'en ait eu connaissance. Elle est délimitée à partir de la participation acquise « dans le dos de l'émetteur et du marché ». La suspension judiciaire des droits de vote présente, en revanche, le caractère d'une peine privée¹. La privation de l'ensemble des droits de vote acquis, tant déclarés que non déclarés, lui confère un caractère punitif.
732. Cette gradation confère ainsi à la discipline juridique des franchissements de seuils une dimension dissuasive. L'investisseur privé de la totalité des droits de vote pendant une durée pouvant aller jusqu'à cinq années conduit ainsi à l'exclure de la lutte pour l'exercice du pouvoir au sein de l'émetteur. Une pareille conséquence ne paraît pas pleinement justifiée à l'égard de l'impératif d'information qui fonde les obligations déclaratives. Il l'est, en revanche, si l'on considère les règles concernant la prise de contrôle des émetteurs. En ce que le débiteur de l'obligation déclarative a manqué de transparence, il a porté atteinte à l'égalité des compétiteurs dans l'accès au contrôle.
733. On peut à cet égard se référer avec intérêt aux critères énoncés par la Cour d'appel de Versailles dans l'arrêt cité plus haut pour déterminer à quelles conditions le tribunal peut rejeter l'application d'une telle sanction. Selon cet arrêt, la privation facultative de la totalité des droits de vote peut être rejetée « *si les circonstances de fait démontrent notamment que l'actionnaire défaillant n'avait pas l'intention de prendre de manière occulte le contrôle de la société, mais simplement de réaliser une plus-value, que les acquisitions et reventes incriminées n'ont eu aucune incidence sur le fonctionnement de la société et sur les décisions éventuelles d'autres acquéreurs du titre* »². C'est souligner la relation qui existe entre le caractère dissuasif et personnel de la sanction avec l'objectif de prévention des prises de contrôle occultes. Comme le remarque un auteur, les conditions qu'énoncent la Cour d'appel doivent s'apprécier « *l'une, dans la personne de l'actionnaire poursuivi, l'autre, dans la personne du ou des demandeurs* » car, d'une part, « *c'est bien le combat pour la prise de contrôle qui est essentiel* », et, de l'autre, « *c'est l'atteinte au marché qui est en cause puisque la société est cotée* »³.
734. Afin de mettre en adéquation la privation judiciaire des droits de vote avec l'impératif d'information, peut-être suffirait-il de réduire la sanction de la privation facultative des droits

¹ Pour une analyse d'ensemble de cette dimension punitive de la responsabilité civile, S. CARVAL, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*, préf. G. VINEY, L.G.D.J. 1995.

² CA Versailles, 13^e ch., 9 avril 1992, *Sté CSEE c/ Sté GPG et autre*, préc.

³ Note précitée, P. LE CANNU, *Bull. Joly*, 1992, p. 635.

de vote à la situation dans laquelle les participations acquises de manière occulte auraient été de nature à mettre le déclarant dans une situation de contrôle de fait de l'émetteur, par renvoi à l'article L.233-3 du Code de commerce. Cela permettrait ainsi d'épargner aux juridictions « la tâche de déterminer le profil d'une technique terriblement dévastatrice »¹.

Attachée aux titres et non à la personne, la privation des droits de vote est prononcée *intuitu rei* et la suspension judiciaire *intuitu personae* afin de pousser l'investisseur à se rendre transparent à l'émetteur et à la société dans l'accroissement de sa puissance de vote.

735. **CONCLUSION DU CHAPITRE II** - Les obligations déclaratives qui pèsent sur les investisseurs constituent un élément essentiel aux anticipations du public. La lourdeur et l'instabilité du dispositif résultent de la complexité de l'élément d'information recherché et de la nécessité d'établir un régime permettant à ces obligations de répondre à l'objectif de prévention des prises de contrôle occultes.

La réalité factuelle dont elles doivent rendre compte révèle que leur objet n'est pas réductible aux notions classiques de participation et de contrôle en droit des sociétés. La révélation de la puissance de vote d'un investisseur suppose d'appréhender, au-delà des actions qu'il détient en propre, l'ensemble des titres de capital dont il oriente les prérogatives ainsi que les titres de nature à accroître sa participation en capital. Cette analyse explique l'instabilité essentielle de la discipline juridique des assimilations qui vise à réduire à une série de situations juridiques types la réalité de l'influence exercée sur un émetteur.

De la complexité de l'élément d'information recherché résultent les spécificités du régime des obligations déclaratives. Dans une structure d'organisation collective comme l'est une société cotée, l'élément d'information pertinent ne peut se limiter à la simple connaissance de la situation d'un investisseur isolé. L'action de concert permet d'informer le marché sur le cumul d'influence qui résulte de l'action commune entreprise par plusieurs investisseurs au sein de l'émetteur. À cet égard, la définition des obligations déclaratives en obligations solidaires se révèle un choix technique approximatif qui rend mal compte de la nécessité de faire concourir collectivement les concertistes à l'information du marché.

Les obligations complémentaires associées aux déclarations en renforcent la portée comme mécanisme d'anticipation des prises de contrôle. La valeur prédictive du franchissement de seuils est ponctuellement renforcée par les déclarations d'intention, mécanisme dont l'application est toutefois plus étendue pour combattre les rumeurs de nature à fausser les prédictions du marché.

En cas de prise de contrôle, les prédictions des investisseurs sur la base de l'information disponibles ne sont toutefois plus suffisantes à assurer la détermination du prix. L'information

¹ *Ibid.* ; M. GERMAIN, « Les déclarations de franchissement de seuils », *RDBB* 1990, p. 25.

est dépassée par l'instauration de mécanismes contraignants de détermination du prix. Le problème de politique législative tient alors à la détermination du seuil de l'offre obligatoire qui signe le passage d'une logique fondée sur la fonction prédictive de l'information à une contrainte de comportement pour l'initiateur.

Compte tenu de l'atteinte portée à la possibilité de réaliser des prédictions fondées sur la répartition du pouvoir dans les sociétés, la sanction de l'inexécution des obligations déclaratives que constitue la privation des droits de vote, fait déchoir l'investisseur de la prérogative de nature à influencer sur la gestion de l'émetteur. Cette sanction confère leur portée réelle aux obligations déclaratives obligations des investisseurs. Elle érige la révélation de la puissance de vote en condition de légitimité à l'exercice du pouvoir dans les sociétés cotées.

La fonction prédictive de l'information en droit des instruments financiers, qui répond au besoin d'anticipation par le marché des changements de contrôle, conduit ainsi à redéfinir les conditions d'exercice du pouvoir dans les sociétés cotées.

CONCLUSION DU TITRE I

736. La transparence désigne de manière synthétique un dispositif de sélection de l'information nécessaire aux anticipations du public conduisant à imposer aux émetteurs et aux investisseurs des obligations d'information.

L'évolution du risque d'investissement qui résulte de la présence durable d'un émetteur sur le marché suppose de sa part une information à la fois régulière et permanente du public. Pour opérer la sélection de l'information dans le temps, le dispositif est ainsi constitué par une succession d'obligations mises à la charge des émetteurs dont le contenu ne peut qu'en partie être déterminé *a priori*. Il est ainsi nécessaire d'instituer une obligation générale de vigilance à exécution ponctuelle portant sur la révélation des éléments significatifs qui affectent l'émetteur et que recouvre la définition conceptuelle de l'information privilégiée. En outre, la satisfaction des besoins d'anticipation du public suppose d'étendre l'information disponible à des données extrafinancières dont l'intégration dans le dispositif résulte tant du droit des sociétés que de la mise en œuvre de procédés de droit souple destinés à en préciser graduellement le contenu.

La détermination de l'information pertinente suppose ensuite un travail supplémentaire de délimitation de l'objet de l'obligation d'information lorsque celle-ci renvoie à une réalité complexe comme l'est celle de la puissance de vote d'un investisseur. À la difficulté d'établir l'ensemble des situations ayant une incidence sur la puissance de vote d'un investisseur s'ajoute la nécessité de construire un régime qui réponde à leur objectif d'anticipation des prises de contrôle. L'action de concert sert la détermination collective de la puissance de vote alors que les obligations complémentaires éclairent sur les intentions de l'investisseur et peuvent conduire à dépasser l'information elle-même au profit du mécanisme contraignant de l'offre obligatoire lorsque les prédictions fondées sur l'information disponible n'apparaissent plus suffisantes à apprécier la valeur des titres à l'occasion du changement de contrôle. Le dualisme des sanctions civiles posées par le législateur tend à l'anéantissement de la puissance de vote acquise dont la révélation devient une condition d'exercice.

TITRE II

LA PRÉSERVATION DES QUALITÉS DE L'INFORMATION

737. La fonction prédictive reconnue à l'information aux fins de l'appréciation en continu de la valeur des instruments financiers ne repose pas uniquement sur la sélection de l'information pertinente. Outre la détermination du contenu de l'information destinée à assurer les prédictions des intervenants, le droit positif procède à la définition des caractères que doit présenter l'information en elle-même. L'information n'est alors plus envisagée en considération d'un objet particulier mais à partir de ses qualités abstraites.

La préservation de qualités de l'information s'opère de deux manières. Le droit des instruments financiers place l'information au cœur de son dispositif répressif caractéristique que constituent les abus de marché. En outre, se sont développés, parallèlement aux obligations d'information proprement dites, des métiers de l'information financière dont la raison d'être réside dans la transmission au marché de jugements qualitatifs sur les perspectives d'un instrument financier ou d'un émetteur.

Ainsi, en premier lieu, la fonction prédictive de l'information suppose qu'elle présente certains caractères qui permettent de préciser le contenu juridique de l'objectif de bon fonctionnement du marché. Le droit des abus de marché, applicable à l'ensemble des intervenants sur le marché, permet de déterminer une norme de fonctionnement des marchés d'instruments financiers. Par le biais des obligations d'abstention qu'il met à la charge des intervenants, le droit répressif des instruments financiers établit un modèle juridique de marché fondé sur certaines qualités générales que doit présenter l'information disponible au public. Le fonctionnement du marché se définit juridiquement à partir de l'accès des intervenants à une information d'une qualité suffisante à la réalisation de sa fonction prédictive. Simple dans son expression, cette définition juridique du bon fonctionnement du marché sur la base des qualités de l'information disponible permet de rendre compte de la place du droit répressif à la clôture du dispositif.

En second lieu, l'information est également envisagée sous l'angle de la qualité particulière à laquelle elle doit répondre davantage que de son contenu par la réglementation applicable à ces « intermédiaires informationnels » que sont les agences de notation et analystes financiers. Compte tenu de la spécificité de l'information qu'ils émettent et de leur rôle d'agents

systemiques destinés à assurer la synthèse critique de l'information disponible, les agences de notation et les analystes financiers sont soumis à un dispositif qui tend à assurer l'objectivité de l'information diffusée au marché. Ce n'est donc pas sur l'information qu'analystes et agences de notation émettent que se porte l'attention des instances normatives mais sur ses conditions d'élaboration, qui seules en déterminent l'objectivité. Cette qualité apparaît essentielle pour permettre aux notes et analyses financières d'assurer leur fonction prédictive.

L'étude de la préservation des qualités de l'information prédictive sera donc menée en deux temps. Après avoir envisagé de quelle façon la sanction des abus de marché permet de définir un modèle juridique du marché d'instruments financiers fondés sur les qualités générales de l'information disponible (**Chapitre I**), sera étudiée la réglementation applicable aux intermédiaires en information que sont agences de notation et analystes financiers, dont les opinions destinées au public doivent répondre à une qualité d'objectivité (**Chapitre II**).

CHAPITRE I

LES QUALITÉS GÉNÉRALES DE L'INFORMATION ASSURÉES PAR LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ

738. La présentation de ce dispositif au sein de ce travail repose sur l'hypothèse que le recours à des sanctions répression pénale et administrative permet d'assurer à l'information du marché des caractères jugés indispensables à l'exercice de la prise de décision des intervenants par l'ordre juridique. Tel est le sens à donner à la justification aussi vague que couramment avancée selon laquelle la répression et la sanction des délits et manquements boursiers tendrait à la préservation de l'intégrité et du bon fonctionnement du marché¹.

« *Droit commun* »² des opérations de marché, la prévention et la sanction des abus de marché sont apparues au groupe de travail présidé par Jacques de LAROSIÈRE³ comme l'un des domaines dans lesquels une modification des règles et du système de contrôle apparaissait nécessaire pour corriger les défaillances constatées dans le contexte de la crise financière⁴. Les insuffisances réglementaires mises en lumière n'ont ainsi pas remis en cause l'acquis de la répression des abus de marché qui sont un facteur de perturbation du fonctionnement du marché généralement admis. Le dispositif répressif est appelé à connaître prochainement des modifications profondes. Deux propositions ont été soumises par la Commission en la matière le 20 octobre 2011. La première est une proposition de règlement appelée à remplacer la directive Abus de marché⁵. Selon les motifs de la proposition, il convient de procéder à une réforme du dispositif par la voie d'un règlement dont l'applicabilité directe « *réduira la complexité réglementaire et apportera une plus grande sécurité juridique à ceux qui y sont assujettis dans toute l'Union* »⁶. La seconde proposition porte sur l'adoption d'une directive

¹ Considérant 2 de la Directive 2003/6/CE, du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), JOUE 12.4.2003, L.96/16 : « Un marché financier intégré et efficace exige l'intégrité du marché. Le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et la confiance du public en ces marchés sont des préalables indispensables à la croissance économique et à la prospérité ».

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 476, p. 674 : La répression des abus de marché constitue « un droit commun de l'intervention en bourse qui s'applique tant aux prestataires de services d'investissement qu'aux émetteurs et investisseurs ».

³ *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report*, Bruxelles, 25 février 2009.

⁴ V. à ce sujet, la *Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions – Renforcer les régimes de sanctions dans le secteur des services financiers*, 8.12.2010, COM(2010) 716.

⁵ Directive 2003/6/CE, préc.

⁶ *Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché*, Bruxelles, le 20.10.2011, COM(2011) 651, point 3.1, et considérant 5. Le législateur

imposant aux Etats membres d'introduire des sanctions pénales en matière d'opérations d'initiés et de manipulations de marché¹. Ce renforcement du cadre répressif de source européenne révèle l'importance de la sanction des abus de marché, qui apparaissent comme une sorte de laboratoire de la politique pénale de l'Union européenne.

C'est dans ce cadre qu'il convient d'établir en quoi les abus de marché assurent la fonction prédictive de l'information². Pour réaliser des anticipations appropriées, les investisseurs doivent raisonner à partir d'éléments dont dispose l'ensemble du marché. L'anticipation en matière financière ne consiste pas en une prédiction désincarnée mais bien en la prévision de l'appréciation collective portée par l'ensemble des acteurs sur la situation du marché. Ainsi, pour que des anticipations puissent raisonnablement être élaborées, cela suppose l'identité des informations sur lesquelles le public va fonder ses analyses et leur correspondance à la situation réelle de l'émetteur ou de l'instrument concerné. S'il y avait autant de degrés d'information que d'acteurs, chacun disposant des siennes, ou que les informations

national avait élargi le champ d'application des manquements d'initiés par rapport à celui qui résulte de la directive « abus de marché ». Cette dernière dispose à son article 9, paragraphe 1, qu'elle s'applique « à tout instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé d'au moins un État membre, ou pour lequel une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée, que l'opération elle-même soit effectivement exécutée sur ce marché ou non ». Ce champ d'application, jugé trop restreint, a été étendu aux systèmes multilatéraux de négociation organisés tels que définis à l'article L.524-1 du règlement général pour les dispositions réglementaires applicables aux manquements, selon les dispositions de l'article 611-1, 2° b) RG AMF. Telle n'est toutefois pas la solution retenue par l'ensemble des États membres. Suite au constat tiré dans un document émanant du CESR (*Call for evidence – Review of Directive 2003/6/CE on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive)*), spec. p. 5), soulignant l'importance de mettre en cohérence le dispositif de prévention des abus de marché avec les objectifs de la directive MIF, le remplacement à venir de la directive par la proposition de règlement va conduire à étendre le champ d'application du dispositif pour tenir compte de la concurrence de nouveaux systèmes et plates-formes de négociation qui s'exercent sur les marchés réglementés, selon son considérant 8. Seront désormais visés par le dispositif les instruments négociés ou faisant l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé, mais aussi sur un système multilatéral de négociation ou sur un système organisé de négociation comme les comportements se rapportant à de tels instruments, selon l'article 2, points a) à c) de la proposition précitée. En outre, son application matérielle est étendue aux comportements ou transactions se rapportant à la mise aux enchères de quotas d'émission et d'autres produits mis aux enchères sur la base du règlement (UE) n° 1031/2010 de la Commission du 12 novembre relatif au calendrier, à la gestion et aux autres aspects de la mise aux enchères des quotas d'émission de gaz à effet de serre conformément à la directive 2003/87/CE du Parlement européen et du Conseil établissant un système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre dans la communauté, JOUE, 18.11.2010, L.302. Comme on l'a observé, « cette extension est justifiée car l'éthique et l'intégrité du système financier n'ont pas à être compartimentées », T. BONNEAU, « Les projets européens relatifs à la lutte contre les abus de marché », *RDBF*, nov.-déc. 2011, ét. 34, n° 22, p. 17.

¹ *Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché*, Bruxelles, le 20.10.2011, COM(2011) 654, 2011/0297 (COD).

² Dans ce travail, le présent chapitre est donc consacré à une évocation de la fonction que remplit l'information par le biais de la catégorie des abus de marché. Il n'est donc pas question de se livrer à une analyse de détail des différents manquements et délits, ni de l'abondant contentieux, en augmentation constante, qu'engendre le droit répressif des instruments financiers : v. pour une présentation d'ensemble de la question : S. LOYRETTE, *Le contentieux des abus de marché*, Joly éditions, 2007 ; P. CLERMONT, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly éditions 2009, spéc., cinquième partie, p. 345 et, sur l'information privilégiée, n° 234, p.175 et s. ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 476 et s., p. 674 ; A. LEPAGE, P. MAISTRE DU CHAMBON, R. SALOMON, *Droit pénal des affaires*, 2^e éd., Litec 2010, n° 935 et s., p. 413.

disponibles étaient viciées, aucune anticipation ne pourrait être formulée par l'investisseur individuel, ce qui empêcherait purement et simplement la constitution d'un marché liquide.

L'étude des abus de marché sous l'angle de leur contribution à la réalisation de la fonction prédictive de l'information doit permettre d'en préciser le contenu comme catégorie juridique rassemblant les différents comportements qui la composent. En ce qu'ils tendent à assurer l'égalité d'accès à l'information et son intégrité, les abus de marché constituent une catégorie juridique répressive à part entière, malgré l'hétérogénéité de ses composantes.

De tels fondements de la répression conduisent alors à s'interroger sur les répercussions des comportements constitutifs d'abus de marché sur le marché et les autres investisseurs. Le caractère supposé nocif des abus de marché sur les anticipations du public invite ainsi à identifier les conséquences préjudiciables qui en découlent et les conditions de leur indemnisation sur le terrain de la responsabilité civile. Or, le droit répressif des instruments financiers n'offre-t-il pas une certaine « *résistance au préjudice* »¹ ? Il faut en effet admettre que la reconnaissance d'un droit à réparation est l'expression immédiate et tangible des conséquences néfastes de comportements abusifs sur le bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers². Ainsi, par un curieux renversement de perspective, ce n'est plus la sanction pénale qui vient en renfort des sanctions civiles, mais le droit de la responsabilité civile dont la mise en œuvre peut contribuer à asseoir les fondements et à renforcer l'effectivité d'un dispositif essentiellement répressif³.

On entreprendra donc d'identifier les qualités de l'information nécessaire à la réalisation de sa fonction prédictive, que tend à assurer la répression des abus de marché (Section I). Il conviendra ensuite d'établir dans quelle mesure le droit de la responsabilité civile vient sanctionner la réalité des atteintes à la fonction prédictive de l'information au soutien du droit répressif (Section II).

¹ Y. MAYAUD, « La résistance du droit pénal au préjudice », in *Mélanges Bouloc*, Dalloz, 2007, p. 807 et s. La question est essentielle au regard du bien fondé de la répression car, selon le même auteur, le préjudice est « l'indice de la certitude, certitude du dommage et de ses conséquences nuisibles, non seulement pour celui qui en supporte personnellement les effets, mais encore pour la société tout entière lorsqu'il prend sa source dans un comportement érigé en crime ou en délit (...). Il semblerait donc tout naturel que le préjudice accompagne le droit pénal, tant dans sa conception que dans ses applications, pour présenter tous les traits d'un instrument à l'avantage de la justice répressive », p. 807.

² H. de VAUPLANE et O. SIMART, « Délits boursiers : propositions de réforme », *RDBF*, mai-juin 1997, p. 85, qui notent, à propos de l'action civile qu'« elle est tout aussi efficace qu'une action pénale, et présente l'avantage d'aboutir à des résultats plus tangibles et visibles ».

³ Pour une réflexion sur la nature principalement dissuasive ou indemnitaire de la réparation des préjudices boursiers, N. SPITZ, *La réparation des préjudices boursiers*, préf. A. PIETRANCOSTA, Revue Banque édition, 2010, n° 89 et s., p. 65.

SECTION I : La préservation des qualités générales de l'information par la répression des abus de marché

739. Alors qu'en droit interne, les délits pénaux d'initié, de manipulation de cours et d'information fausse ou trompeuse sont rassemblés par le Code monétaire et financier au sein d'une section unique consacrée aux « atteintes à la transparence des marchés »¹, la directive Abus de marché comporte jusque dans son intitulé même une distinction entre deux types d'opérations : les opérations d'initiés, d'une part, et les manipulations de marché d'autre part. Cette directive tend précisément à harmoniser en le complétant le dispositif répressif financier entre les Etats membres. La directive 89/592/CEE du Conseil du 13 novembre 1989 concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés laissait hors de son périmètre les comportements constitutifs de diffusion d'informations trompeuses et de manipulation de cours. Tout comme le considérant 7 de la directive de 1989 constatait que l'inexistence, dans certains Etats membres, ou les différences sensibles de réglementation interdisant les opérations d'initiés fondaient l'adoption d'une réglementation coordonnée de niveau communautaire², le considérant 11 de la directive Abus de marché énonce que « *le cadre légal communautaire existant visant à protéger l'intégrité du marché est incomplet. (...) Certains Etats membres ne disposent d'aucune législation couvrant les questions de manipulation de cours et de diffusion d'informations trompeuses* ». C'est donc désormais autour de ce diptyque entre opérations d'initiés et manipulations de marché que s'organise la répression au niveau européen, ainsi que le confirme tant la proposition de règlement³ et que la proposition de directive actuellement en examen, qui repose sur la même distinction en vue de l'introduction de sanctions pénales dans le droit des différents États membres⁴.

¹ Il s'agit de la première section du chapitre V des dispositions pénales relatives aux marchés, auxquels est consacré le Livre IV COMOFI. Au sein du chapitre V, qui traite des « infractions relatives à la protection des investisseurs », les délits boursiers précèdent une section II, dont l'article L.465-4 dispose des sanctions applicables aux infractions relatives à l'obligation d'information sur les prises de participation, en procédant par simple renvoi aux articles L.247-1 et L.247-2 du Ccom. : cf. *supra*, n° 713.

² Directive 89/592/CEE du Conseil, du 13 novembre 1989, concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés, JOCE L.334, du 18/11/1989, sur laquelle, E. GAILLARD, I. PINGEL, « Les opérations d'initiés dans la Communauté économique européenne », *RTDE* 1990, p. 329 ; I. PINGEL, « Les opérations d'initiés en droit communautaire », *JCP G* 1991, I, 3515 ; E. GAILLARD, « Le droit français des délits d'initié », *JCP G* 1991, I, 3516.

³ Selon le considérant 7 de la *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)* du 20 octobre 2011, COM(2011) 651 final, « Le concept d'abus de marché recouvre tout comportement illicite sur un marché financier ; aux fins du présent règlement, il conviendrait d'entendre par « abus de marché » les opérations d'initiés ou l'utilisation abusive d'informations privilégiées et les manipulations de marché. Ces comportements empêchent une transparence adéquate du marché, qui est un préalable indispensable aux opérations pour tous les acteurs économiques intervenant sur des marchés financiers intégrés ».

⁴ En vue de l'harmonisation de la politique pénale des États membres, les articles 3 et 4 de la *Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations*

740. Pour sa part, le droit français a conservé la distinction préexistante entre la communication et la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et la manipulation de cours, toutes deux administrativement sanctionnées selon le règlement général AMF, dans un chapitre consacré aux manipulations de marché¹. La qualification d'abus de marché n'est ainsi pas homogène et englobe une pluralité de comportements également jugés susceptibles de fausser les conditions normales du marché et ainsi, de porter atteinte à la confiance des investisseurs.
741. Face à cette hétérogénéité des comportements regroupés sous la qualification d'abus de marché, il convient d'interroger la cohérence du dispositif pour savoir comment s'articulent les différentes figures d'abus de marché. Cette cohérence doit être recherchée à partir de la fonction particulière qui revient aux abus de marché dans le cadre de la discipline de l'information en droit des instruments financiers. En ce qu'ils constituent des comportements « abusifs », ils postulent l'existence d'une norme de fonctionnement des marchés d'instruments financiers qui n'est satisfaite que lorsque les opérateurs se conforment aux obligations d'abstention qui résultent de la prohibition des opérations d'initiés et des manipulations de marché. Il s'agit alors de déterminer à partir de l'articulation des différents comportements constitutifs d'abus de marché ce qu'est une telle norme, en étudiant l'incidence prêtée aux différents abus de marché sur l'information du public. C'est ainsi la complémentarité des différentes figures d'abus de marché qui permettra de déterminer en quoi consiste juridiquement le critère général de bon fonctionnement du marché. Un tel critère sera entendu comme les conditions jugées satisfaisantes au plan des qualités de l'information nécessaire à la réalisation de transactions sur instruments financiers.
742. Le droit européen connaît désormais différentes figures de comportements constitutifs d'infractions, toutes reconduites à la notion d'abus de marché par la directive 2003/6/CE. Cette dernière traduit un choix des instances communautaires en faveur d'une notion cadre héritée du droit anglais², dont la signification pour le juriste continental n'est pas dénuée

d'initiés et aux manipulations du 20 octobre 2011 COM(2011) 654 impose respectivement de pénaliser les opérations d'initiés et les manipulations de marché.

¹ Au sein du Titre III, du Livre VI, le chapitre premier (art.631-1 et s.) est consacré aux manipulations de cours et le chapitre II (art.632-1), relatif au manquement aux obligations du public, comporte une section unique consacrée à la « diffusion d'une fausse information ».

² La notion d'abus de marché résulte du *Financial Services and Markets Act 2000* (FSMA), dont la définition figurait à la section 118 et récitait : "1. For the purposes of this Act, market abuse is behaviour (whether by one person alone or by two or persons jointly or in concert) – (a) which occurs in relation to qualifying investments traded on a market which this section applies; (b) which satisfies one or more of the conditions set out in sub-section (2); and (c) which is likely to be regarded by a regular user of that market who is aware of the behaviour as a failure on the part of the person or persons concerned to observe the standard or behaviour reasonably expected of a person in his or their position in relation to the market. 2. The conditions are that – (a) the behaviour is based on information which is not generally available to those using the market but which, if available to a regular user of the market, would or would be likely to be regarded by him as relevant when deciding the terms on which transactions in investments of the kind in question should be effected; (b) the behaviour is likely to give a regular user of the market a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or as to the price or value of, investments of the kind in question; (c) a regular user of the market would, or would likely to, regard the behaviour as behaviour which would, or would be likely to, distort the market in investments of the kind in question".

d'ambiguïté. Les figures d'infractions reposant sur l'évocation d'un abus sont légion, et non de faible importance de surcroît. Viennent immédiatement à l'esprit les infractions d'abus de confiance¹ et d'abus de biens sociaux². Le fondement de telles infractions réside dans la méconnaissance de la loyauté qui est censée unir l'auteur à la victime et qui, précisément, sert de cadre, voire de condition de réalisation de l'infraction. C'est ainsi par exemple que le délit d'abus de confiance se réalise par le détournement d'un bien que l'auteur de l'infraction s'est pourtant vu librement remettre par sa future victime. L'infraction est réalisée sur le fondement d'une remise volontaire et non viciée de la chose à l'auteur par la victime, comme condition préalable à son détournement. La même inspiration préside à l'édiction du délit d'abus de biens sociaux. C'est la déloyauté du dirigeant social à l'égard de la personne morale qu'il administre ou représente qui est sanctionnée. En effet, des biens ont pu faire l'objet d'une opération contraire à l'intérêt de la société en raison de la mission particulière confiée au dirigeant dans le cadre de l'exercice de ses pouvoirs légaux de représentation.

743. Or, il n'est pas certain que la notion cadre d'abus de marché renvoie uniquement à l'idée de déloyauté. La logique juridique strictement bilatérale intègre la prise en compte nécessaire d'un cadre de marché dans lequel se déroulent les opérations sur instruments financiers. Dans le contexte anonyme du marché, la loyauté se dissout dans le constat de la forte disparité de situations qu'est à même d'engendrer la maîtrise de l'information pour les investisseurs. La conduite abusive sera alors sanctionnée à raison du déséquilibre qu'elle engendre entre investisseurs et des perturbations du marché qui en résultent. Cela tendrait alors à rapprocher la sanction des abus de marché du droit de la concurrence, davantage centré sur la détermination de comportements de nature à déstabiliser le fonctionnement de marché que sur la moralisation des activités économiques. En ce qu'ils constituent des comportements abusifs, les abus de marché relèvent ainsi tant de la déloyauté que du déséquilibre, sans qu'il soit réellement pertinent ou même simplement possible de dégager un trait dominant.
744. La catégorie répressive des abus de marché doit alors voir son contenu déterminé à partir de la protection du processus de formation du cours de bourse qu'elle organise, en fonction de l'exigence de fiabilité de l'information qu'elle tend à assurer.

Par le biais de la répression des différents abus de marché, le dispositif tend à assurer que l'information disponible répond à certaines exigences générales de qualité qui lui permettent de réaliser sa fonction prédictive pour l'ensemble des intervenants. L'identification de ces qualités, constituées par l'égalité d'accès à l'information et son intégrité, précise ainsi en quoi les comportements répréhensibles constituent des perturbations du marché. La détermination des fondements de la répression permet ainsi de préciser le contenu juridique de l'objectif

¹ Art.314-1 du Cpén.

² Par ex. art.L.242-6 du Ccom., pour les sociétés anonymes ; L.241-3 pour les sociétés à responsabilité limitée ; L.243-1 pour les sociétés en commandite par actions, et L.244-1 pour les sociétés par actions simplifiées, par renvoi à l'article L.242-6.

consistant à assurer le bon fonctionnement du marché et la confiance des investisseurs¹ (§1). Une fois identifiées ces qualités générales de l'information que tendent à préserver les abus de marché, il convient de déterminer de quelle manière les abus de marché sont envisagés comme des actes de perturbation dans l'élaboration des prédictions par les investisseurs. En effet, au-delà de la qualité de l'information disponible que leur sanction tend à assurer, les abus de marché se présentent comme une technique de répression fondée sur un équilibre délicat. Ils reposent sur la sanction d'un comportement défini par son objet, sans toutefois en méconnaître totalement les effets (§2).

§1. La définition de la perturbation du marché

745. Il faut admettre que la synthèse ne peut être que partielle car si la notion d'abus de marché permet de fédérer les objectifs poursuivis par la répression des opérations d'initiés comme des manipulations de marché, ces infractions préviennent des atteintes de nature différente à la qualité de l'information. La référence faite dans les textes européens à l'exigence de bon fonctionnement du marché, qui doit être « *sain* »², trouve une traduction juridique exacte dans la protection du cours de bourse. Cet objectif est réalisé de façon directe ou indirecte par les différents abus de marché. Il l'est de manière indirecte par la sanction des opérations d'initiés et de manière directe par la manipulation de cours et la transmission d'une information fautive ou trompeuse. Les opérations d'initiés sont définies à partir de l'effet supposé de l'information privilégiée sur le cours de bourse, tout comme les délits et manquements d'information fautive ou trompeuse. La manipulation de cours tend à prévenir les comportements dont l'objet est d'induire une modification du cours de bourse. Alors que les manipulations de marché préviennent les atteintes à la formation du cours de bourse, la répression des opérations d'initiés assure que seules les informations intégrées au cours de bourse fondent les anticipations du public
746. La notion d'abus de marché trouve ainsi une unité propre qui tient à la détermination des qualités de l'information ayant vocation à intégrer le cours de bourse. Les abus de marché peuvent ainsi recevoir une définition générique comme les comportements susceptibles d'entraîner un décalage entre l'établissement du cours de bourse et l'information disponible non viciée également accessible à tous. L'information disponible est ainsi identifiée tant par une qualité conjoncturelle liée à sa correspondance à la situation de l'émetteur ou de

¹ « *Financial markets depend on trust* », *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report*, point 1), p.6 ; v. Considérant 2, *in fine*, de la directive 2003/6/CE: « Les abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières et les instruments dérivés ».

² V. les propositions de directive et de règlement du 20 octobre 2011 précitées dont les considérants 1 et 2 énoncent respectivement qu' « un marché financier ne peut être intégré et efficace s'il n'est pas sain ».

l'instrument financier que par une qualité substantielle, liée à son accessibilité au public, qui permet d'offrir aux investisseurs les mêmes éléments susceptibles de fonder leurs décisions¹.

Les opérations d'initiés sont sanctionnées en raison de l'inégalité d'accès à l'information qui en résulte pour les investisseurs, ce qui conduit à ériger l'égal accès à l'information en condition substantielle de réalisation de la fonction prédictive de l'information (A). Les manipulations de marché tendent à sanctionner les atteintes à l'intégrité de l'information, entendue comme sa correspondance à la conjoncture du marché à un moment donné. L'adéquation de l'information à la réalité économique sous-jacente qu'elle a pour objet de révéler est également à ce titre une condition nécessaire à la réalisation de leurs anticipations pour les investisseurs (B).

A. La perturbation du marché par inégalité d'accès à l'information, atteinte à la qualité substantielle de l'information

747. La sanction des opérations d'initiés est une spécificité du droit des instruments financiers. Paraphrasant Siéyès, on pourrait dire que l'information privilégiée est dispense de recherche de l'information pour celui qui la détient, et découragement d'élaborer des prévisions informées pour les autres². Le qualificatif n'est ainsi nullement fortuit et révèle bien que les opérations d'initiés tendent à empêcher l'exercice de « privilèges » informationnels. C'est en effet le seul domaine dans lequel le déséquilibre informationnel entre agents économiques est sanctionné en lui-même, indépendamment de son impact sur le marché. L'exploitation d'une situation d'asymétrie d'information est envisagée comme étant intrinsèquement de nature à perturber le bon fonctionnement du marché et à ébranler la confiance des investisseurs pour des raisons qu'il convient de préciser.

De quelle façon la prohibition des opérations concourt-elle à assurer la fiabilité de l'information communiquée au marché et véhiculée par lui ? La réponse à cette question conduit à évoquer brièvement les incertitudes relatives au principe même de la répression en la matière (1). A défaut d'argument indiscutable justifiant la répression dans son principe, il convient d'élucider la conception retenue en droit positif (2).

¹ Selon le considérant 11 de la proposition de règlement du 20 octobre 2011, « Les investisseurs raisonnables fondent leurs décisions d'investissement sur les informations déjà disponibles, c'est-à-dire sur les informations disponibles *ex ante* ».

² E.-J. SIÉYÈS, *Essai sur les privilèges*, 1788, Manucius, 2010, p. 11 : « On a dit que le Privilège est *dispense pour celui qui l'obtient, et découragement pour les autres* ». V. H. de VAUPLANE et C. DENOUN, « Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initiés », *LPA*, 28 mars 1994, p. 5 : « Bien plus qu'un préjudice, ce sont l'impunité et la facilité de réaliser un délit d'initié qui choquent. (...) Le bénéfice réalisé par les initiés n'est pas perçu comme une conséquence de leur analyse boursière, mais comme un profit dû à leur position ».

1. Le débat sur le principe de la répression des opérations d'initié

748. La sanction des opérations d'initié a pour origine les interprétations de la règle 10-b-5 adoptée par la *Securities Exchange Commission* en 1942¹ en complément de l'article 16 du *Securities Exchange Act* de 1934². Entendue très largement par la SEC dans la décision fondatrice en la matière comme imposant un devoir général d'abstention aux initiés³, la prohibition des opérations d'initié s'est ensuite construite dans la jurisprudence fédérale américaine autour de deux fondements principaux. D'une part, c'est la violation d'un devoir fiduciaire de l'*insider* qui était sanctionnée⁴. D'autre part, sur le fondement de la « *misappropriation theory* », les condamnations pouvaient être prononcées au titre d'un détournement de l'information privilégiée envisagée comme la propriété de l'émetteur concerné⁵.
749. Pour éviter de reconnaître un devoir général d'abstention fondé sur l'idée d'égalité d'accès à l'information de l'ensemble des investisseurs, la jurisprudence fédérale a ainsi dégagé une pluralité de fondements à la répression des opérations. Ces tâtonnements jurisprudentiels tout comme les excès de la position initialement adoptée par la SEC dans sa décision fondatrice ont fourni le contexte au débat relatif au principe même de la répression. Celui-ci fut amorcé

¹ 17 C.F.R. §240.10b-5. Cette règle dispose: "It shall be unlawful for any person directly or indirectly... a) to employ any device, scheme or artifice to defraud, b) to make any untrue statement of a material fact or omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading, or c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of a security".

² Le droit américain ne connaissait à l'origine qu'une seule règle législative au niveau fédéral visant expressément les opérations d'initiés. Il s'agit de la section 16(b) du *Securities Exchange Act* de 1934, prohibant la réalisation de profits dans une période inférieure à six mois (*short swing profits*) par les dirigeants de sociétés sur les titres de leur société, sauf dans des cas très limités. Règle spécifique au contenu très précis, elle ne pouvait constituer un fondement général probant à la répression des opérations d'initiés. V. sur cette disposition, A. TUNC, *Le droit américain des sociétés anonymes*, Economica 1985, n° 105 et s., p. 214.

³ *In re Cady Roberts & Co.* 40 SEC 907 (1961). L'autorité administrative a analysé l'obligation de s'abstenir de faire usage de l'information privilégiée comme reposant sur deux fondements : d'une part, l'initié n'a accès à une information qui n'est disponible que dans l'intérêt de la société ; d'autre part, l'utilisation de l'information est intrinsèquement inéquitable dès lors qu'en raison de son caractère privilégié, elle est indisponible à la partie avec laquelle traite l'initié. Sur cette double base, la SEC a posé les jalons de la règle « *abstain or disclose* » mettant à la charge de tous les initiés, même « temporaires » selon la terminologie américaine une obligation de révéler au public toute information privilégiée avant d'effectuer une quelconque opération sur les titres concernés par l'opération. Cette règle, jamais accueillie par la Cour Suprême, a cependant été consacrée au niveau des cours fédérales quelques années plus tard dans l'arrêt *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* (« all members of the investing public should be subject to identical market risk », 401 F.2d 833 (2ème Cir. 1968), certiorari refusé, 394 US 976 (1969)) au motif que l'utilisation d'une information privilégiée constitue une fraude à l'égard de l'ensemble des autres acheteurs et vendeurs sur le marché. Il s'est agi de la formulation la plus large de la prohibition du délit d'initié au niveau fédéral, sensiblement réduite par la suite par la jurisprudence de la Cour Suprême. V. A. TUNC, *Le droit américain des sociétés anonymes*, Economica, 1985, n° 110-111, p. 218 et s.

⁴ *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980) et *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983). Ce dernier arrêt avait élargi le champ de la responsabilité fondée sur l'existence de liens fiduciaires aux initiés secondaires.

⁵ D'abord envisagée dans un premier arrêt de la Cour Suprême sans que ne fut dégagée de majorité entre les juges dans l'arrêt *Carpenter v. United States*, 484 U.S. 19 (1987), cette théorie fut finalement consacrée par l'arrêt *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

par Henry MANNE dans un célèbre ouvrage écrit en 1966¹ dans lequel celui-ci affirmait non seulement l'absence de pertinence de la répression mais encore le rôle positif des opérations d'initié sur le marché. Suite à cette prise de position s'est développé puis cristallisé un débat², que seule la volonté politique de répression a fini par trancher.

750. D'un côté, les « *dérégulateurs* »³, favorables aux thèses de MANNE⁴, invoquaient au titre des répercussions positives des opérations d'initié sur le marché celui d'une diminution des risques d'agence, les dirigeants sociaux étant ainsi intéressés à la valorisation de l'entreprise et, par contrecoup, incités à l'innovation et à la productivité⁵; la conscience et l'acceptation par les non initiés d'un risque de déséquilibre informationnel; le fait que les opérations d'initié, réalisées dans le sens qui sera celui du marché, concourent à la formation du prix du marché par intégration progressive de l'information privilégiée au cours; l'absence de préjudice, en particulier par abstention; la plus grande souplesse d'un système de contractualisation des pratiques d'initié entre les dirigeants et l'émetteur ainsi que le coût prohibitif de la répression. De l'autre, les partisans de la prohibition ou « *régulateurs* », mettaient en avant deux séries d'arguments, les premiers relatifs à la protection du marché dans son ensemble, les seconds relatifs au souci de protéger certains intervenants sur le marché. La répression des opérations pourrait ainsi se justifier en premier lieu par les incidences des opérations d'initié sur la confiance des investisseurs et donc sur le bon fonctionnement du marché, tout comme par l'atteinte qu'elle emporte à l'efficacité du marché entendue comme sa capacité à annoncer des prix qui reflètent toute l'information disponible. En second lieu, la répression serait fondée d'un côté, sur l'atteinte au droit de propriété de l'émetteur sur l'information privilégiée le concernant et, de l'autre, sur le préjudice causé aux investisseurs ayant réalisé des opérations sans être à connaissance de l'information privilégiée.
751. La détermination du bien-fondé théorique de la répression des opérations d'initié a aujourd'hui l'apparence d'une question scolastique que personne n'est apparu en mesure de trancher de manière définitive. Il n'en reste pas moins que la généralisation de la répression a signé sans conteste la victoire des régulateurs. Quoique le débat se soit essentiellement tenu aux Etats-Unis, certains auteurs en France s'en sont fait l'écho, concluant qu' « *il ressort de la*

¹ Henry Manne, "Insider trading and the stock market", *New York Free Press, Collier-Macmillan Ltd.* 1966 et les nombreux articles publiés par cet auteur autour de la même réflexion, cités par A. PIETRANCOSTA dans son article, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* n° 3-2007, p. 21, note 4.

² V. une présentation des divers arguments et contre-arguments avancés, au sein d'une foisonnante littérature; N. ARSHADI et T. H. EYSELL, *The Law and finance of corporate insider trading: theory and evidence*, Kluwer Academic publishers, 1993; C. E. FLETCHER, *Materials on the law of insider trading*, Carolina Academic Press, 1991.

³ V. l'article de D. W. CARLTON et D. FISCHER, « The Regulation of Insider Trading », *35 Stan. Law Rev.*, p. 857 (1983).

⁴ Pour une présentation de celles-ci en français, P. MOREL, *L'utilisation en bourse d'informations privilégiées – Évolution conceptuelle*, Thèse Paris I, 1984, n° 5 et s., p. 3.

⁵ V. déjà, à ce sujet, H. MANNE, "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy* (vol. 73), 1965, p. 110-120.

présentation de ces différentes recherches une dichotomie entre l'approche juridique et économique. Celle-ci est d'autant plus grande que, même en désaccord avec les conclusions de Manne (...) les aspects les plus importants de ses travaux sont unanimement reconnus. Sans aller jusqu'à retenir ces conclusions, on doit constater que la recherche économique ne permet pas, en elle-même, de justifier l'existence d'une répression à l'égard des initiés, au contraire ! Dans ces conditions, il apparaît que le fondement de cette répression n'est pas économique mais uniquement sociologique »¹.

2. La conception de la répression des opérations d'initié en droit positif

752. Dans une thèse antérieure à l'adoption d'un dispositif à l'échelle européenne, un auteur avait entrepris de déterminer les fondements de la répression de l'utilisation d'une information privilégiée². Selon cet auteur, les opérations d'initiés auraient pour « caractéristique d'être rattachables intellectuellement à des interdits aussi différents que le vol, le dol et la tricherie »³. Les tentatives d'explication fondées sur le dol et le vol n'ont rencontré qu'un écho très limité en droit positif.
753. Sans qu'il faille y voir le fondement direct de la solution, c'est un raisonnement par emprunt à la figure des atteintes juridiques aux biens qui a conduit la chambre criminelle à reconnaître, dans l'arrêt *Péchiney*⁴, la figure du recel de délit d'initié, aujourd'hui abandonnée. En effet, l'admission du recel du délit d'initié conduisait à admettre que la détention d'une information privilégiée pouvait générer un produit au profit d'un tiers⁵, induisant ainsi une

¹ H. de VAUPLANE et C. DENOUN, « Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initiés », *LPA*, 28 mars 1994, p. 10. Pour une expression de la faveur que rencontrent les hypothèses de MANNE auprès des économistes comme de l'indifférence de portée que leur prête les juristes, l'échange symptomatique entre M. NUSSENBAUM et D. SCHMIDT, à l'occasion du Colloque de Deauville organisé en 2001 autour du thème *Où en est la dépénalisation de la vie des affaires ?*, n° spéc. *RJ com.* 2001, p. 82-83.

² P. MOREL, *L'utilisation en bourse d'informations privilégiées – Évolution conceptuelle*, Thèse Paris I, dir. A. TUNC, 1984.

³ P. MOREL, *L'utilisation en bourse d'informations privilégiées – Évolution conceptuelle*, Thèse Paris I, 1984, n° 10, p. 7. L'auteur s'en justifie en considération des parties prenantes : « Celui qui réalise une opérations d'initiés peut, tout d'abord, se voir reprocher par l'entité dont émane l'information d'avoir détourné à son profit un élément de richesse sur lequel il n'avait aucun droit. Son comportement présente donc des affinités avec celui d'un voleur ou d'un usurpateur. D'autre part, l'initié achète ou vend des titres à une personne déterminée ; or, comme il s'abstient de lui dévoiler la vérité et qu'il abuse de son ignorance, les conditions du dol peuvent être réunies. Enfin, au regard des règles du jeu boursier, l'initié apparaît comme un tricheur, puisque l'utilisation de son information privilégiée lui permet d'être assuré du résultat de son opération ou au moins de limiter les risques qu'il prend en investissant alors que l'investisseur moyen demeure pleinement soumis à l'aléa boursier », *ibid.*

⁴ *Crim.*, 26 octobre 1995 : *Bull. crim.* n° 324 ; *Rev. soc.* 1996, p. 326, note B. BOULOC ; *LPA*, 24 nov. 1995, p. 19, note C. DUCOULOUX-FAVARD ; *Bull. Joly Bourse* mars 1996, p. 120, note N. RONTECHEVSKY.

⁵ Selon les alinéas 1 et 2 de l'article 321-1 du Code pénal, « Le recel est le fait de dissimuler, de détenir ou de transmettre une chose, ou de faire office d'intermédiaire afin de la transmettre, en sachant que cette chose provient d'un crime ou d'un délit. Constitue également un recel le fait, en connaissance de cause, de bénéficier, par tout moyen, du produit d'un crime ou d'un délit ».

patrimonialisation indirecte de l'information supportée par certains arrêts de la chambre criminelle ayant paru admettre le vol d'informations¹. Il convient toutefois de préciser que, au titre du recel du délit d'initié, l'information n'était pas directement assimilée à un bien. Selon les termes de la chambre criminelle dans l'affaire *Péchiney*, « si le recel ne peut résulter de la simple détention d'informations privilégiées, il est caractérisé à l'égard de celui qui, réalisant, en connaissance de cause, des opérations sur le marché avant que ces opérations soient connues du public, bénéficie du produit du délit d'initié ainsi consommé ». Il s'ensuit que l'information privilégiée, condition préalable du délit principal, ne constitue pas en elle-même le produit visé à l'article 321-1, alinéa 2 du Code pénal, élément constitutif de l'infraction accessoire. La valeur recelée n'est pas constituée par les informations privilégiées elles-mêmes mais par le produit des opérations réalisées sur la base desdites informations privilégiées. Si la jurisprudence a pu faire application de la théorie du recel de délit d'initié², cette figure est désormais obsolète. Le détour par le recel n'est plus nécessaire depuis l'introduction d'un alinéa 3 à l'article L.465-1 du Code monétaire et financier par la loi n° 2001-1062 du 15 novembre 2001³.

754. La justification fondée sur le dol n'a pas rencontré d'écho en jurisprudence. Seule s'est développée une obligation de loyauté à la charge des dirigeants, de nature à entraîner leur responsabilité et, éventuellement, l'annulation de la cession des parts ou actions sociales auxquelles sont partie les associés ou actionnaires de la société qu'ils dirigent⁴. N'est toutefois pas en cause la nature privilégiée de l'information. Ce n'est pas son caractère non public ou sensible sur le marché qui permet d'expliquer cette solution mais le seul constat de l'asymétrie d'information entre le dirigeant et les associés. Le devoir de loyauté du premier à l'égard des seconds est ainsi destiné à endiguer les éventuelles conséquences préjudiciables d'une telle situation d'asymétrie, qui n'est ainsi pas prise en compte à l'échelle du marché

¹ Crim., 12 janvier 1989, *aff. Bourquin*, *Bull. crim.* n° 14 ; *Gaz. Pal.* 1989.2 Somm. 283 ; *RSC* 1990, p. 507, chron. M.-P. LUCAS DE LEYSSAC et, antérieurement, Crim., 8 janvier 1979, *aff. Logabax*, *Bull. crim.* n° 13 ; *D.* 1979, p. 509, note CORLAY ; *Gaz. Pal.* 1979.2.501 ; *RSC* 1979, p. 571, obs. P. BOUZAT dans lequel il avait été retenu que la soustraction avait été constituée par l'appréhension frauduleuse de documents pendant le temps nécessaire à leur reproduction.

² Crim. 14 décembre 2000, pourvoi n° 99-86537.

³ A. LEPAGE, P. MAISTRE DU CHAMBON, R. SALOMON, *Droit pénal des affaires*, 2^e éd., Litec 2010, n° 955, p. 424.

⁴ Com., 27 février 1996, *Vilgrain* : *JCP G* 1996, II, 22665, note J. GHESTIN ; *D.* 1996, p. 518, note P. MALAURIE. Sur la distinction entre la responsabilité du dirigeant fondée sur son obligation de loyauté, et l'absence d'obligation d'information du cessionnaire à l'égard des associés cédants : Com., 12 mai 2004, *RDC* 2004, p. 923, obs. D. MAZEAUD ; *Bull. Joly* 2004, p. 1114, note D. SCHMIDT. L'annulation fondée sur le dol est reconnue à des conditions plus larges en raison de l'obligation de loyauté qui pèse sur le dirigeant. Il lui est en effet imposé d'attirer l'attention de ses associés sur les éléments de nature à permettre de valoriser leur participation objet d'un contrat de cession, rapprochant le respect de cette obligation de loyauté d'une obligation de son conseil au plan de son exécution : Com., 6 mai 2008, pourvoi n° 07-13.198, *Bull. Joly* 2008, p. 885, obs. T. MASSART. Sur le régime particulier de la violation de l'obligation de loyauté comme cause de nullité du contrat par rapport au droit commun de la réticence dolosive, la note de J. GHESTIN, « La confirmation de l'exception à la jurisprudence Baldus : la jurisprudence Vilgrain relative au dirigeant de société », *JCP G* 2010, I, 921, sous l'arrêt Civ. 1^{ère}, 25 mars 2010, n° 08-13.060, F D, *Tarrene c/ Montaner et a.* : *JurisData* n° 2010-002590.

mais, simplement, dans l'ordre interne de la société. Les opérations d'initiés sont au contraire sanctionnées même en l'absence de lien fiduciaire entre l'initié et l'émetteur.

L'idée de « tricherie » évoque davantage les fondements actuellement prêtés à la répression en Europe. Elle reste toutefois ambiguë, en raison de la connotation morale dont elle est empreinte. L'impossibilité de rendre compte de la répression à partir des explications par analogie suggérées conduit ainsi à se tourner vers les justifications avancées dans les directives européennes. Celles-ci seront exposées (a) avant d'en préciser la portée à la lueur de l'obligation positive de communication au marché d'une information privilégiée. Cela permettra de déterminer de quelle manière la répression des opérations d'initié répond à la réalisation de la fonction prédictive de l'information en faisant de l'information privilégiée une information publique en devenir (b).

a. Le fondement en droit européen : l'égalité d'accès à l'information

755. La directive 89/592/CEE du 13 novembre 1989 justifiait le besoin d'une réglementation harmonisée des opérations d'initié entre les Etats membres par la considération que la confiance des investisseurs, fondement du bon fonctionnement du marché, impliquait que les investisseurs soient placés sur un pied d'égalité et soient protégés contre l'utilisation illicite d'une information privilégiée¹. De façon synthétique, le fondement de la répression repose sur la préservation de l'égalité des investisseurs afin d'assurer leur confiance et, en conséquence, leur participation au marché. Ce fondement a été substantiellement repris par la directive Abus de marché² comme par les arrêts rendus par la Cour de justice des Communautés – puis de l'Union – européennes.

Il se décompose en un objectif incertain, commun à l'ensemble des abus de marché, associant protection de la confiance des investisseurs³ et préservation de l'intégrité du marché (i), et dans un principe d'égalité d'accès des investisseurs à l'information (ii).

¹ Considérant 5 : « les opérations d'initiés, en raison du fait qu'elles apportent des avantages à certains investisseurs par rapport aux autres, sont de nature à remettre en question cette confiance et peuvent, de ce fait porter atteinte au bon fonctionnement du marché ».

² Considérant 2, *in fine* de la directive 2003/6/CE: « Les abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières et les instruments dérivés », préc.

³ Déjà, P. MOREL, *L'utilisation en bourse d'informations privilégiées – Évolution conceptuelle*, Thèse Paris I, 1984, n° 3, p. 2 : « Il est essentiel, en effet, que les épargnants ne soient pas conduits à croire que d'autres se sont enrichis à leurs dépens ou, plus généralement, que les fortunes et vicissitudes engendrées par l'évolution des cours ont été inégalement répartis. S'il en était ainsi, la bourse risquerait de perdre son audience et de faillir à sa mission faute d'attirer de nouveaux investisseurs ou de retenir ceux qui lui ont fait confiance ».

i. Un objectif incertain

756. La position aujourd'hui dominante tant en législation qu'en doctrine en faveur d'une prohibition des opérations d'initiés reposent sur divers arguments destinés à mettre en lumière le caractère intrinsèquement nocif de ces pratiques. Ils sont essentiellement de deux natures. Les uns reposent sur les effets économiques des opérations d'initiés, les autres sur ses effets psychologiques¹.
757. Ils sont toutefois affectés d'une double incertitude pour déterminer le fondement exact de la répression en relation aux seules opérations d'initiés. D'une part, ils sont communs à l'ensemble des abus de marché dans les considérants de la directive Abus de marché. D'autre part, ils sont difficiles à distinguer, tant il apparaît que la dimension psychologique de la prohibition, destinée à assurer la confiance des investisseurs, est perçue comme une condition indispensable au bon fonctionnement du marché. S'il est évident que la confiance des investisseurs est nécessaire à l'investissement, condition de l'existence même des marchés d'instruments financiers, est-il également évident que les opérations d'initiés portent atteinte à la confiance des investisseurs ? En somme, les opérations sont-elles nocives parce qu'elles portent atteinte à la confiance des investisseurs, ce qui empêche le bon fonctionnement du marché², où parce qu'elles sont contraires au bon fonctionnement du marché, ce qui diminue la confiance des investisseurs ? La question est celle de l'antécédent logique, et elle n'est pas neutre. Dans un cas, le psychologique découle de l'économique. La démarche postule alors la rationalité des acteurs. Dans le second, l'économique est soumis au psychologique, ce qui révèle une incertitude quant au caractère essentiellement nocif des pratiques d'initié sur le marché lui-même. En somme, considérations objectives et subjectives s'entremêlent d'une façon peu souhaitable qui donne prise aux arguments des dérégulateurs.
758. Toujours est-il que la directive abus de marché³, comme, à sa suite, les propositions de règlement¹ et de directive² actuellement en examen, ne précise pas réellement l'antériorité

¹ En ce sens, H. de VAUPLANE et C. DENOUN, « Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initiés », *LPA*, 28 mars 1994, p. 6 : « En réprimant les délits d'initiés, les législateurs insistent plus sur les attentes des épargnants que sur un risque réel. En effet, même si les craintes du public quant à l'existence d'un préjudice causé par des opérations d'initiés se révélaient infondées, on a cependant noté que cette attitude conduit systématiquement à une perte de confiance des investisseurs, les décourageant d'entre sur le marché ».

² En ce sens, B. DEFFAINS et F. STASIAK, « Les préjudices résultant des infractions boursières : approches juridique et économique », in *Le droit au défi de l'économie*, dir. Y. CHAPUT, Publications de la Sorbonne, 2002, p. 182 : « l'intervention des initiés conduit aussi à une diminution de la confiance que les non initiés accordent au marché financier. Lorsqu'ils pressentent l'arrivée d'agents supérieurement informés, ils prennent conscience qu'en cas d'échange, ils sont confrontés à un risque d'antisélection, c'est-à-dire au risque de contracter avec un agent détenteur d'informations privilégiées. Cette infériorité dans l'échange les désincite à effectuer des transactions d'où un risque de baisse de l'activité (...). Il y a donc bien préjudice au marché puisque la perte de confiance conduit à une réduction de l'investissement, à une baisse de la liquidité du marché, voire une plus grande volatilité du prix des actifs ».

³ Considérants 2 et 12 de la directive 2003/6/CE.

logique du déterminant économique sur le psychologique et qu'il faut se résoudre à les associer comme le font ses considérants. L'instrument choisi au service de la réalisation des objectifs poursuivis est plus facile à déterminer. Il s'agit du principe d'égalité d'accès à l'information disponible.

ii. Un principe : l'égalité d'accès à l'information

759. Sans grand risque d'erreur, on peut envisager le fondement de la répression des opérations d'initiés à partir de son effet supposé. En empêchant l'utilisation d'une information privilégiée par celui qui la détient, la prohibition énonce une règle relative au niveau de l'information disponible sur le marché. Ne doivent concourir à fonder des décisions d'investissement que les informations connues ou accessibles à l'ensemble des acteurs concernés. Est ainsi fixé un niveau à la transparence. En somme, la prohibition des opérations d'initiés doit conduire à réaliser une égalité d'accès à l'information pour l'ensemble des investisseurs, condition juridique essentielle du bon fonctionnement du marché. C'est d'ailleurs en ce sens que s'est prononcé l'arrêt *Spector Photo Group NV c/ CBFA* rendu le 23 décembre 2009³. Reprenant les termes du *memorandum* explicatif accompagnant la proposition à l'origine de la directive abus de marché, l'arrêt cite la Commission pour laquelle l'utilisation d'informations non publiques peut « porter atteinte au principe général qui veut que tous les investisseurs soient placés sur un pied d'égalité [...] en termes d'accès à l'information »⁴.
760. La recherche d'égalité doit ainsi être comprise pour ne pas donner l'illusion qu'un angélisme inapproprié anime les instances normatives. L'égalité recherchée n'est pas et ne peut pas être celle des investisseurs dans le traitement et l'exploitation de l'information. Cela n'est ni réaliste ni même souhaitable. Un marché dans lequel l'ensemble des investisseurs tirerait les mêmes conclusions en fonction des mêmes analyses supprimerait l'intérêt économique même des marchés financiers. L'égalité vers laquelle doit tendre en réalité le dispositif est celle de l'accès des investisseurs à l'information. Ceux-ci peuvent être ou ne pas être égaux devant l'information mais leur accès à celle-ci doit être uniforme⁵. Le privilège est fonction de

¹ Selon le considérant 2 de la proposition de règlement du 20 octobre 2011, « les abus de marché nuisent à l'intégrité des marchés financiers et ébranlent la confiance du public dans les valeurs mobilières et les instruments dérivés ».

² Considérants 1 et 11 de la proposition de directive.

³ CJUE, 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group NV et a. c/ CBFA : RDBF*, mars-avril 2010, comm. 80, T. BONNEAU ; *Rev. soc.* 2010, p. 325, note P.-H. CONAC ; *Bull. Joly Bourse*, mars 2010, p. 79, obs. B. GARRIGUES ; *Dr. sociétés*, mai 2010, comm. 96, R. MORTIER ; *Bull. Joly*, avril 2010, p. 346, note D. SCHMIDT ; *RSC* 2010, p. 156, obs. F. STASIAK ; *Europe*, févr. 2010, comm. 75, L. IDOT ; *D.* 2010, p. 2313, note J.-G. de TOCQUEVILLE ; *JCP G* 2010, 485, note B. ZABALA. *Adde* les développements conséquents de BONNEAU et DRUMMOND, *op. cit.*, n° 498-3-500, p. 712-721.

⁴ CJUE 23 décembre 2009 préc., Point 49.

⁵ H. de VAUPLANE et C. DENOUN, « Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initiés », préc., p. 7 : « Les législateurs ne recherchent pas tant une égalité totale d'information sur les marchés, ce qui serait

l'information disponible au marché comme entité. C'est seulement en cela qu'il est possible de comprendre la prévention du législateur en matière de délit d'initiés. À défaut de pouvoir établir une véritable égalité face au savoir, le droit répressif intervient pour préserver une égalité dans le savoir, car elle seule permet à l'information de remplir sa fonction prédictive.

761. C'est en ce sens qu'il faut comprendre les solutions retenues dans les arrêts *Spector* et *Georgakis*¹. Il résulte de la lecture de ces deux arrêts que la sanction des opérations d'initié repose sur le déséquilibre qu'engendre la détention d'une information privilégiée par l'initié face aux aléas du marché. Ainsi, quoiqu'un accord entre les principaux actionnaires d'une société ayant pour objet de soutenir le cours puisse éventuellement constituer une manipulation de cours, il a été retenu dans l'arrêt *Georgakis* qu'un tel accord ne saurait constituer l'exploitation d'une information privilégiée au sens de la directive de 1989. La raison en était que, en l'espèce, les opérations litigieuses n'étaient intervenues qu'entre les parties à l'accord. Ce n'était ainsi pas le caractère privilégié qui était en cause, mais son absence d'effet inégalitaire entre les parties à l'accord. Selon les termes de la Cour, « *lorsque (...) tous les cocontractants détiennent la même information, ils se trouvent sur un pied d'égalité et l'information cesse d'être privilégiée pour eux dans le cadre de l'exécution de la décision adoptée par le groupe* »². Il en résulte qu'en l'espèce, les faits litigieux n'étaient pas contraires à l'objectif poursuivi par la directive consistant à « *garantir l'égalité des contractants dans une transaction boursière en évitant que l'un d'eux, qui détient une information privilégiée et se trouve, de ce fait, dans une position avantageuse par rapport aux autres investisseurs, en tire profit au détriment de l'autre qui l'ignore* »³. Reprenant les termes de l'arrêt *Georgakis* à son considérant 48, l'arrêt *Spector* énonce que « *l'interdiction des opérations d'initiés (...) vise à garantir l'égalité des cocontractants dans une transaction boursière en évitant que l'un d'eux, qui détient une information privilégiée et se trouve, de ce fait, dans une position avantageuse par rapport aux autres investisseurs, en tire profit au détriment de ceux qui l'ignorent* ». Un passage insensible se fait qui étend l'inégalité combattue des relations entre cocontractants à l'avantage conféré par l'information à l'égard de l'ensemble des investisseurs. L'appréciation de l'égalité d'accès à l'information est absolue et s'opère à partir du niveau d'information disponible au marché et non dans le cadre purement bilatéral des parties à une transaction boursière. Les approches adoptées dans les arrêts *Georgakis* et *Spector* se complètent et déterminent l'appréciation relative puis absolue de l'atteinte à l'égalité d'accès à l'information qui résulte des opérations d'initiés.

irréaliste, qu'un niveau acceptable d'inégalité résultant des efforts individuels de recherche et d'analyse. Les législations nationales tendent plus à une égalité d'accès à l'information, qu'à une égalité de connaissance de celle-ci ».

¹ CJCE, 10 mai 2007, C-391/04, Rec. p. I-3741.

² Point 39.

³ Point 38.

Dans une telle perspective, l'information privilégiée ne constitue pas un bien pouvant faire l'objet d'un monopole d'exploitation par celui qui la détient¹ mais, au contraire, une information publique en devenir. Une telle interprétation est confirmée par l'articulation de l'obligation d'abstention qui pèse sur l'initié avec l'obligation de communiquer au marché les informations privilégiées dont il dispose.

b. L'information privilégiée comme information publique en devenir²

762. La prohibition des opérations d'initiés concourt ainsi à réaliser la fonction prédictive selon l'hypothèse que l'accès à une information disponible identique pour tous est seule à même de permettre l'élaboration de certaines anticipations. La répression des opérations tend donc à instituer une égalisation de l'accès à l'information comme condition à la formation des prix sur les marchés d'instruments financiers. L'information privilégiée est une information publique en devenir et ne peut fonder des décisions d'investissement qu'à la condition de lui faire perdre son caractère privilégié en offrant à tous d'y avoir accès et de l'exploiter. En tant qu'elle offre à son détenteur des possibilités d'analyse inaccessibles aux autres investisseurs, l'information privilégiée ne doit pas fonder des décisions d'investissement. Elle doit être disponible, par destination, à l'ensemble du public. À cet égard, le dispositif est conçu de façon originale en instituant une obligation positive de communication d'une information privilégiée³ à laquelle répond une obligation d'abstention pénalement et administrativement sanctionnée.
763. En ce qu'elle permet d'anticiper et de maîtriser les évolutions de la valeur d'instruments financiers⁴, l'information privilégiée ne constitue pas un bien appropriable pour l'émetteur d'instruments financiers sur lequel elle porte. Celui-ci est en effet tenu de la transmettre au public. Ainsi, le caractère privatif de la connaissance qui résulte de la confidentialité de l'information n'est ni absolu, ni durable. Il est au contraire conditionné et précaire. La prohibition des opérations d'initiés n'a ainsi aucunement pour objet de garantir un monopole durable d'exploitation de la connaissance mais doit s'accompagner d'une obligation corrélative de révélation de l'information permettant de l'intégrer au plus vite au savoir de marché. Contrepartie de l'obligation d'abstention résultant de la prohibition, l'obligation de communication induit un recul au secret des affaires, autrefois présenté comme « *un des*

¹ Cf. *supra*, n° 17.

² Sur l'obligation de communication d'une information privilégiée, cf. *supra*, n° 437 et s.

³ Pour une étude préconisant une approche de la détermination des caractères de l'information privilégiée en fonction des différentes catégories d'initiés : D. MARTIN, K. ANGEL, « Réflexions sur la mise à disposition du public d'une information privilégiée », *Bull. Joly Bourse*, mai 2010, p. 274.

⁴ Telle est la portée véritable du critère de sensibilité, sur lequel, cf. *infra*, n° 799 et s.

éléments du jeu de la bourse »¹. Ce recul du secret des affaires s'explique selon l'objection essentielle qu'il « *réduirait, voire supprimerait l'information économique* »².

764. La difficulté tient toutefois à l'absence de correspondance exacte entre l'obligation d'abstention, d'une part, et l'obligation de diffusion d'une information privilégiée, d'autre part. Le problème tient à la différence de définition des caractères de l'information privilégiée dans l'une et l'autre hypothèse. L'article 223-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers exige en effet que les informations fournies au marché par les émetteurs soient exactes, précises et sincères. Si l'information privilégiée doit elle aussi être précise, un décalage peut toutefois survenir du fait que l'information privilégiée peut exister sans qu'elle présente une qualité suffisante pour être diffusée au marché. Comme le souligne un auteur, « *il peut donc arriver qu'un émetteur soit en possession d'une information privilégiée sans être en mesure de diffuser à ce sujet une information répondant aux exigences de la réglementation* » d'où il résulte qu' « *un dilemme se posera à lui : ou bien il diffusera une information qui n'est pas suffisamment complète, ou bien il différera la communication de cette information auquel cas, à moins qu'il ne puisse bénéficier de l'exception susmentionnée, il s'exposera à des sanctions* »³.
765. Envisagées comme des obligations réciproques, les obligations d'abstention et de diffusion doivent porter sur un objet unique. C'est en ce sens que doit être approuvée la position adoptée par l'Autorité des marchés financiers en réponse à la consultation publique lancée par la Commission européenne dans la perspective d'une réforme de la directive Abus de marché. Le régulateur français estime en effet que le principe d'une définition unique « *permet d'une part, au sein des émetteurs, d'encourager une gestion saine des informations privilégiées et, d'autre part, de favoriser par ce biais la prise de conscience par les dirigeants, et, le cas échéant les autres personnes concernées, du caractère privilégié des informations qu'ils peuvent détenir* »⁴. Cette lecture du dispositif semble exacte tant l'information permanente répond en l'espèce à l'exigence de réduire au maximum la période de « privilège de

¹ C. GAVALDA, « Le secret des affaires », in *Mélanges offerts à René SAVATIER*, Dalloz, 1965, p. 291.

² *Idem.* n° 4, p. 294.

³ D. MARTIN, « Quelques réformes souhaitables de la directive abus de marché », *RTDF* n° 2-2010, p. 32-33.

⁴ Réponse de l'AMF du 18 août 2009 à l'appel à contributions de la Commission européenne (disponible à l'adresse : http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/securities_directive/public_autorithies&vm=detailed&sb=Title), citée par D. MARTIN, « Quelques réformes souhaitables de la directive abus de marché », *RTDF* n° 2-2010, p. 33. En ce sens, l'appel à contribution de la Commission européenne : *Call for evidence – Review of Directive 2003/6/CE on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive)*, point 2.2.2.1 : « *At this stage, changes in the definition of inside information for disclosure purposes would not seem to be justified. The general obligation for issuers to disclose inside information, even if based on a somewhat broad definition of inside information, has some important advantages. Firstly, it offers a strong incentive for improving public availability of information regarding the issuers and their financial instruments. It thus supports investors' confidence and is beneficial to the liquidity and efficiency of financial markets. Secondly, it is also an effective means to reduce the possibilities of insider dealing* ». Les avantages d'une définition commune retenus par la Commission tiennent ainsi essentiellement au fait que l'obligation de diffusion de l'information privilégiée est envisagée comme un instrument de prévention à la réalisation des opérations d'initié.

connaissance » dont dispose un émetteur sur des informations sensibles. Les anticipations du public ne peuvent être réalisées que si ceux-ci ont accès à toute l'information qui présente une importance aux fins de la valorisation des instruments financiers. On remarquera à ce titre que les exigences générales posées au titre de l'information due par les émetteurs, qui doivent être exactes, précises et sincères, ne contreviennent pas aux caractères propres de l'information privilégiée. Ni l'exactitude ni la sincérité ne font obstacle à l'absence de certitude nécessaire de l'information privilégiée, pour peu que celle-ci paraisse suffisamment précise et porte sur un événement dont la probabilité de réalisation lui confère un caractère requis de sensibilité¹. C'est sans doute en relation à ce dernier caractère que des précisions doivent encore être apportés par le législateur². La précision de l'information privilégiée doit en effet être entendue, selon les indications données par la CESR, en fonction de « *ce dont on peut raisonnablement attendre qu'[un événement] advienne, le point clé étant de savoir s'il est raisonnable de tirer une telle conclusion fondée sur l'information disponible ex ante à une période donnée* »³.

766. On rappellera à ce titre l'approche retenue par l'article 6 de la proposition de règlement. Ainsi qu'il a été vu⁴, désormais, obligation d'abstention et obligation de communication n'ont plus une coïncidence parfaite. L'obligation d'abstention est plus large et couvre l'information privilégiée telle que définie à l'article 6, e) de la proposition qui : « *si elle était accessible à un investisseur raisonnable qui opère régulièrement sur le marché et sur l'instrument financier ou un contrat lié sur matières premières au comptant concernés, serait considérée par cette personne comme pertinente pour décider des conditions auxquelles devraient être réalisées les transactions sur ledit instrument financier ou sur un contrat sur matières premières au comptant qui lui est lié* ». Dans l'esprit des rédacteurs de la proposition, l'information reste privilégiée, justifiant à ce titre l'obligation d'abstention, quoiqu'elle ne soit pas suffisamment précise pour être communiquée au public. Selon le considérant 14 de la proposition, « *des informations privilégiées peuvent faire l'objet d'abus avant qu'un émetteur ne soit obligé de les publier. (...) Il se peut toutefois qu'elles ne soient pas suffisamment précises pour que l'émetteur soit dans l'obligation de les publier* ».

767. La démarche n'est toutefois pas sans incidence sur le critère de sensibilité lui-même. L'article 6, e) introduit en effet un nouveau test d'établissement du caractère privilégié de l'information en se fondant non plus sur l'aptitude de l'information à fonder la décision d'un investisseur

¹ Cf. *supra*, n° 466 et s., sur le problème connexe de détermination des conditions de communication et des motifs de report qui peuvent être allégués par l'émetteur en vertu de l'article 223-2 RG AMF.

² Cf. *supra*, n° 451 et s.

³ CESR/06-562, nov.2006, *Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, point 1.5, p.5: “*When considering what may reasonably be expected to come into existence, the key issue is whether it is reasonable to draw this conclusion based on the ex ante information available at the time*”. Un exemple est ensuite donné au point 1.6: “*The fact that the proposed takeover might not in the end take place does not mean that the approach to the target company is not precise information in its own right*”.

⁴ Cf. *supra*, n° 453.

raisonnable mais à sa pertinence pour apprécier les conditions auxquelles devraient être réalisées les transactions par un investisseur raisonnable opérant régulièrement sur les mêmes marchés ou instruments. Si ce test nouveau est porteur d'une extension bienvenue de la répression, ainsi que cela sera abordé plus avant, il n'en demeure pas moins qu'il conduira à de grandes difficultés de mise en œuvre lorsque la réflexion portera sur l'obligation de publication.

Cet écart entre obligation d'abstention et obligation de communication ne conduit pas à remettre en cause mais, au contraire, confirme le caractère instrumental de la première à la réalisation d'une égalité d'accès à l'information par le public assurée par la seconde. L'information privilégiée, en raison de son importance, compte tenu de son effet potentiel sur la valeur des instruments financiers, n'a vocation à intégrer les cours que par l'entremise de l'ensemble du public des investisseurs.

B. La perturbation du marché par atteinte à l'intégrité de l'information, atteinte à la qualité conjoncturelle de l'information

768. Les manipulations de marché, envisagées comme une catégorie homogène par la directive abus de marché comme par la proposition de règlement du 20 octobre 2011¹, sont sanctionnées à raison de l'atteinte qu'elles portent à l'intégrité de l'information transmise au marché et véhiculée par lui comme mode d'établissement du prix des instruments financiers. On conviendra avec un auteur que la « *formule vague et couramment employée* »², d'intégrité des marchés financiers doit être précisée, tout spécialement compte tenu du fait qu'en droit français, la manipulation de marché se dédouble en deux catégories de manquements administratifs et d'infractions pénales.

À l'étude, il apparaît toutefois que la catégorie des manipulations de marché présente une unité, au-delà de ses composantes que sont la diffusion de fausses informations et la manipulation de cours. Elles constituent, en effet, toutes deux des procédés de sanction de comportements qui portent atteinte à la détermination de la valeur des instruments financiers sur la seule base d'une information disponible non viciée (1). Après avoir explicité cette assertion, il conviendra d'établir si la manière dont les manipulations de marché concourent à préserver les qualités de l'information est une spécificité du droit des instruments financiers.

¹ L'article 8 de la proposition traite, à l'instar de l'article 1, 2) de la directive 2003/6/CE, des manipulations de cours comme de la diffusion de fausses informations, les deux comportements étant rassemblés sous la qualification de manipulation de marché.

² M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers – Aspects juridiques*, préf. J.-B. BLAISE, L.G.D.J., 2002, n° 302, p. 194.

On procèdera donc à un rapprochement des manipulations de marché avec les comportements sanctionnés sur les marchés de biens et services rattachés au droit de la concurrence (2).

1. L'unité de la catégorie des manipulations de marché

769. La notion de manipulation recouvre des comportements distincts mais dont l'analyse permet le rapprochement et rend compte d'un même objet de prévention. C'est précisément à partir de la préservation des qualités de l'information que la notion trouve sa cohérence comme catégorie répressive. En effet, les conduites sanctionnées au titre de la manipulation de marché ont en commun d'envisager les perturbations générées par l'envoi de signaux inexacts au marché de nature à en altérer le mode de fonctionnement normal comme procédé de détermination du prix des instruments financiers.
770. Le droit français distingue deux comportements distincts au titre des manipulations de marché. En premier lieu, l'information vient intégrer la matérialité du délit en ce qu'elle constitue l'objet du comportement répréhensible au titre de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Est ainsi sanctionné au titre du manquement le fait de « *communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses* », au sens de l'article 632-1, alinéa premier, du règlement général¹. La sanction pénale s'applique au fait de « *répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses (...), de nature à agir sur les cours* », en vertu de l'article L.465-2, alinéa 2, du Code monétaire et financier². Le fait de répandre des

¹ Transposant l'article premier, 2), c) de la directive 2003/6/CE, dont la teneur est reprise à l'article 8, paragraphe 1, c) de la proposition de règlement du 20 octobre 2011, qui ajoute, dans un second tiret, que la diffusion de telles informations à des fins journalistiques, l'appréciation d'une telle diffusion compte tenu des règles régissant la liberté de la presse et la liberté d'expression cède si les informations ont été divulguées « dans l'intention d'induire le marché en erreur quant à l'offre, à la demande ou au cours d'instruments financiers ». En pratique, il est difficile de concevoir qu'une telle intention existe indépendamment de l'autre limite au fait justificatif lié à l'exercice d'une activité journalistique précédemment inscrite à la même disposition de la directive abus de marché, lié au fait que les auteurs de la diffusion n'en retirent, directement ou indirectement, un avantage ou des profits. Ce fait justificatif lié à l'exercice d'une activité journalistique tout comme sa limite sont inscrits à l'article 632-1, al.3 RG AMF et a été reprise au premier tiret de l'article 8, paragraphe 1, c) de la proposition de règlement.

² Quant à leur objet, les informations fausses ou trompeuses ont le même objet que l'information privilégiée, tant au niveau délit que du manquement. Au sens de l'article L.465-2, al.2 COMOFI, les informations fausses ou trompeuses portent sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier ou d'un actif visé au II de l'article L.421-1 admis sur un marché réglementé, à l'instar de l'information privilégiée au sens de l'article L.465-1, alinéa premier. L'article 632-1 dispose que les informations inexactes, imprécises ou trompeuses doivent donner ou être susceptibles de donner des indications sur des instruments financiers, ce qui équivaut en définitive à l'objet de l'information privilégiée au sens de l'article 621-1, qui concerne, « directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers ».

informations fausses ou trompeuses constitue un objet direct de prévention, la connaissance qu'en a le public faussant de manière générale les appréciations des opérateurs sur le contexte de marché. Le manquement comme le délit sont consommés par un comportement ayant pour objet des informations au contenu inexact, quoique les termes employés par les deux dispositions soient différents. Le comportement en lui-même est substantiellement le même, bien que plus précisément défini par le règlement général AMF. Alors que le Code monétaire et financier incrimine le fait de répandre dans le public des informations fausses ou trompeuses, le règlement général vise deux comportements distincts : la communication ou la diffusion¹.

771. En second lieu, sont réprimées les manipulations de cours. L'information ne constitue pas, en soi, l'instrument du comportement réprimé par la manipulation de cours, comme cela est le cas pour les délits et manquements de communication d'une information privilégiée et d'information fausse ou trompeuse. En effet, l'article L.465-2, alinéa premier, du Code monétaire et financier sanctionne « *le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé, en induisant autrui en erreur* »². L'information n'est pas visée au titre de la manœuvre reprochée à l'auteur qui constitue l'élément matériel de l'infraction. L'incrimination précise toutefois explicitement le résultat redouté du comportement tenu par l'auteur. Il est énoncé que c'est en induisant autrui en erreur que la manœuvre a eu comme objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché. Le fonctionnement du marché peut ainsi être entravé à raison de l'effet que la manœuvre est susceptible de produire sur l'appréciation de la situation du marché par autrui. Si l'information n'est ainsi pas directement au cœur de la commission du délit, la juste appréciation du marché par les tiers constitue son objet de prévention. C'est dire qu'en somme, la manipulation sanctionnée par le biais de la manœuvre l'est à raison de la désinformation³ qu'elle est susceptible d'entraîner pour les tiers.
772. Plus précise, la définition de la manipulation de cours au titre du manquement par l'article 631-1 du règlement général AMF⁴ vise, d'un côté, le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre,

¹ L'article 632-1, al.2 RG AMF précise que « constitue en particulier la diffusion d'une fausse information le fait d'émettre, sur quelque support que ce soit, un avis sur un instrument financier ou indirectement sur l'émetteur de celui-ci, après avoir pris des positions sur cet instrument financier et de tirer profit de la situation qui en résulte, sans avoir simultanément rendu public de manière appropriée et efficace, le conflit d'intérêts existant ».

² Sur l'évolution de ce délit depuis son introduction à l'article 10-3 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 par la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988, J. STOUFFLET, « La manipulation de cours », in *Études sur le cours de bourse*, dir. J. STOUFFLET et J.-P. DESCHANEL, Economica, 1997, n° 1, p. 133.

³ Cf. *infra*, n° 895, la discussion consacrée à la distinction entre préjudices par désinformation directe et indirecte dans la Section suivante.

⁴ Le manquement de manipulation de cours trouve son origine dans le règlement COB n° 90-04 homologué par arrêté du 5 juillet 1990 paru au Journal officiel le 20 juillet 1990, dont l'article 3 disposait que « Les ordres transmis sur le marché ne doivent pas avoir pour objet d'entraver l'établissement du prix sur ce marché ni induire autrui en erreur ».

la demande ou le cours d'instruments financier ou qui fixent le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel¹ ; de l'autre, le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres « qui recourent à des procédés donnant une image fictive de l'état du marché ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice »². Le manquement procède donc d'une définition dont la logique est analogue à celle qui est donnée du délit. En effet, le manquement est sanctionné à raison de l'aptitude du comportement à fausser les mécanismes de détermination des prix sur le marché ou, plus généralement, à en donner une image artificielle. Ainsi, le prix lui-même, qui ne reflète pas les modes normaux de détermination du prix des instruments financiers par simple effet de la rencontre de l'offre et de la demande³, est appréhendé comme une information induisant une fausse appréciation du marché par les tiers. Quoique la définition du manquement procède d'une détermination plus économique de la manipulation de cours, l'effet redouté est bien le même.

773. La manipulation est sanctionnée à raison de l'appréciation erronée de la situation de marché qu'elle est susceptible d'entraîner pour le public. Ce n'est pas dire qu'il est exigé que le comportement de l'auteur du délit ou du manquement ait effectivement eu un impact sur la détermination des prix d'instruments financiers ou l'appréciation du marché par des tiers. Le procédé de manipulation de cours est simplement appréhendé à partir de la probabilité que se réalisent pareils effets⁴. La manipulation de cours est ainsi réprimée à raison de ses effets

¹ Art.631-1, 1°, a) et b) RG AMF, résultant de la transposition de l'article 1, 2), a) de la directive 2003/6/CE. Ces hypothèses sont ultérieurement précisées sous forme d'une liste non exhaustive à l'article 631-2 RG AMF, transposant l'article 4 de la directive 2003/124/CE. Dans la proposition de règlement, cette hypothèse figure à l'article 8, paragraphe 1, a) et est précisée par des indicateurs dans l'annexe I, A, substantiellement identiques à ceux résultant de la directive d'application précitée.

² Art.631-1, 2° RG AMF, issu de la transposition de l'article 1, 2), b) de la directive 2003/6/CE. Au titre des procédés et artifices visés, l'article 631-1, 2 vise en particulier le fait, pour une ou plusieurs personnes, agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur le marché d'un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitables (a), et le fait d'émettre au moment de l'ouverture ou de la clôture ou, le cas échéant lors du fixage, des ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers du marché ayant pour objet d'entraver l'établissement du prix sur ce marché ou pour effet d'induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des cours concernés (b), hypothèses issues de la transposition des premier et deuxième tirets de l'article 1, 2), alinéa 2 de la directive 2003/6/CE. Ces hypothèses font l'objet d'une précision ultérieure à l'article 631-3 RG AMF qui en donne des illustrations sous forme d'une liste non exhaustive, résultant de la transposition de l'article 5 de la directive 2003/124/CE. Ce dispositif est repris à l'article 8, paragraphe 1, b) de la proposition de règlement, complété par les indicateurs figurant à l'annexe I, B, qui reprennent ceux introduits par l'article 5 de la directive d'application précitée.

³ M. TOMASI, « Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la directive sur les abus de marché », in *Mélanges AEDBF – France IV*, Revue Banque édition, 2004, p. 439 : « Les manipulations de marché faussent le processus de formation du prix, soit en altérant les informations disponibles, soit en distordant l'offre et la demande. Le cours s'établit ainsi à un niveau différent de celui que reflèterait l'équilibre concurrentiel. Ce n'est plus la loi du marché qui s'exprime, mais la volonté du ou des manipulateurs ».

⁴ Cela conduit le législateur à identifier *a priori* les comportements susceptibles d'engendrer pareils effets par un enrichissement continu du dispositif. Ainsi, la proposition de règlement du 20 octobre 2011 introduit une nouvelle hypothèse de manipulation de marché, à l'article 8, paragraphe 3, c), fondée sur le recours au trading algorithmique, notamment à haute fréquence (*High frequency trading*), dans l'intention de perturber le fonctionnement du système de négociation, de compliquer la reconnaissance des ordres véritables passés sur le système ou de créer une impression fausse ou trompeuse quant à l'offre ou à la demande d'un instrument financier. Cf. *infra*, n° 795, sur la dimension formelle de la répression.

probables en terme d'appréciation du contexte de marché par le public. La manipulation de cours a pour résultat redouté¹ une atteinte au fonctionnement du marché fondée sur la désinformation du public.

774. La relation de la fausse information à la fonction prédictive de l'information est intuitive. La transmission au marché d'une information fausse ou trompeuse a pour effet direct d'empêcher la connaissance exacte par les investisseurs de la situation réelle d'un émetteur ou d'un instrument financier. Il en résultera de manière nécessaire une perturbation de la rencontre de l'offre et de la demande d'un instrument, compte tenu de l'appréciation inexacte portée par le public en raison de la fausseté de l'information diffusée.
775. En revanche, la sanction de la manipulation de cours est plus délicate à justifier à l'égard du bon fonctionnement du marché. En ce que les divers procédés sanctionnés ont pour effet réel ou potentiel de modifier le cours d'un instrument financier, ils constituent en eux-mêmes des comportements de nature à fausser l'information disponible. On en prendra pour exemple l'inclusion par la proposition au titre des manipulations de marché du recours au trading à haute fréquence, lorsque celui-ci est réalisé sans intention de négocier mais dans le but de créer une impression fausse ou trompeuse quant à l'offre ou à la demande d'un instrument financier². En agissant sur la formation des cours, les manipulations répréhensibles conduisent à détacher le prix des instruments financiers de la valeur qui leur serait attribuée par le marché sur la seule base du traitement de l'information disponible.
776. La catégorie des manipulations de marché a donc bien une cohérence qui tient à l'objectif de préservation des modes de formation des cours. L'établissement du prix des instruments financiers ne saurait résulter que d'un accès des opérateurs à une information non viciée. C'est à ce titre qu'un rapprochement doit être opéré entre la catégorie des manipulations de marché et les comportements sanctionnés sur le marché des biens et services, pour déterminer dans quelle mesure le droit des instruments financiers se fonde sur des techniques qui lui sont propres au titre de la préservation des qualités de l'information nécessaire à la formation des prix.

2. Les relations des manipulations de marché avec le droit de la concurrence

777. Les manipulations de cours ont été rattachées en doctrine au droit de la concurrence. Elles constitueraient une atteinte au jeu de l'offre et de la demande en ce qu'elles empêcheraient la

¹ « Le législateur s'engage sur la voie de la répression lorsqu'il redoute un dommage qu'il entend éviter, facteur de dérangement ou de trouble pour l'ordre public, et sa réaction consiste à se protéger contre les possibilités d'un tel résultat », Y. MAYAUD, *Droit pénal général*, 3^e éd., PUF 2010, n° 190, p. 211.

² Art. 8, paragraphe 3, c), troisième tiret de la proposition de règlement du 20 octobre 2011.

libre formation des cours¹. Les manipulations de cours doivent ainsi être rapprochées du délit de manipulation illicite des prix, que sanctionne l'article L.443-2, I du Code de commerce² aux termes duquel : « *I. Est puni de deux ans d'emprisonnement et 30 000 € d'amende le fait d'opérer la hausse ou la baisse artificielle soit du prix de biens ou de services, soit d'effets publics ou privés, notamment à l'occasion d'enchères à distance : 1° En diffusant, par quelque moyen que ce soit, des informations mensongères ou calomnieuses ; 2° En introduisant sur le marché ou en sollicitant soit des offres destinées à troubler les cours, soit des sur-offres ou sous-offres faites aux prix demandés par les vendeurs ou prestataires de services ; 3° Ou en utilisant tout autre moyen frauduleux. La tentative est punie des mêmes peines* ».

778. Cette parenté est tant généalogique que conceptuelle. D'un point de vue généalogique³, la manipulation de cours constitue une extension du champ d'application de l'ancien article 419 du Code pénal par la loi du 3 décembre 1926, qui assimile les actions illicites sur le marché boursier à celles réprimées sur les marchés de produits agricoles ou industriels. La suppression de la manipulation de cours lors de l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 1^{er} décembre 1986 s'est faite à l'occasion de l'introduction des règles sanctionnant les pratiques anticoncurrentielles et autres pratiques prohibées, au nombre desquelles figurait le délit précité de manipulation illicite des prix⁴. Compte tenu de la spécificité des marchés d'instruments financiers, l'édiction d'une infraction spéciale a été finalement retenue nécessaire par le législateur à l'occasion de la Loi boursière n° 88-70 du 22 janvier 1988. D'un point de vue conceptuel, la parenté entre les comportements sanctionnés par l'article L.443-2 du Code de commerce et les délits et manquements de manipulation de cours réside en ce que les comportements visés sont réprimés à raison des conséquences qu'ils sont susceptibles d'avoir sur la détermination du prix d'un bien⁵.
779. Or, outre l'évolution législative retracée plus haut, on a observé que « [l']affirmation d'un droit de la concurrence séparé du droit pénal boursier fit oublier cette parenté de nature, qui est aujourd'hui entièrement méconnue en France »⁶. Si le terme « parenté », dans sa généralité, induit un nécessaire rapprochement entre les deux figures d'infraction, on peut

¹ M. TOMASI, *op. cit.*, n° 302 et s., p. 193.

² Modifié en dernier lieu par l'article 52 de la loi n° 2005-882 du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises. Le texte disposait dans sa version antérieure que « Le fait, en diffusant, par quelque moyen que ce soit, des informations mensongères ou calomnieuses, en jetant sur le marché des offres destinées à troubler les cours ou des sur-offres faites aux prix demandés par les vendeurs, ou en utilisant tout autre moyen frauduleux, d'opérer ou de tenter d'opérer la hausse ou la baisse artificielle du prix de biens ou de services ou d'effet public ou privés, est puni de deux ans d'emprisonnement et de 30000 euros d'amende ».

³ V. sur l'historique de ces incriminations, M. TOMASI, *op. cit.*, n° 304 et s., p. 194 ; J. STOUFFLET, « La manipulation de cours », préc.

⁴ Art. 52, 1 de l'Ordonnance n° 86-1243 du 1^{er} décembre 1986.

⁵ D. PONTON-GRILLET, « La spéculation en droit privé », *D.* 1990, chron. XXVIII, p. 161, n° 17 : « Ainsi pourchassée sur le marché des prix, la spéculation illicite l'est aussi sur le marché boursier, sur le fondement des deux délits visés par l'art.10-1 de l'ordonnance du 28 sept.1967 ».

⁶ M. TOMASI, *op. cit.*, n° 306 et s., p. 196.

alors se demander si les manipulations de marché présentent en elles-mêmes une originalité particulière ou si elles ne constituent pas, plus simplement, la transposition, en droit des instruments financiers, d'une règle sanctionnant une pratique anticoncurrentielle¹. Il convient en effet d'étendre la réflexion au-delà des manipulations de cours pour inclure la diffusion de fausse information qui, au sens de l'article L.443-2, I, 1° du Code de commerce, constitue un procédé d'altération illicite du prix. Altération illicite de prix et manipulations de marché tendent ainsi à n'envisager la diffusion de fausses informations que comme une hypothèse particulière d'atteinte à la formation des prix.

780. Il faut apporter une réponse nuancée à une pareille interrogation. Les manipulations de marché ne constituent pas intrinsèquement un instrument de sanction de pratiques limitant ou empêchant la concurrence. La catégorie des abus de marché dont elle relève, sanctionne la méconnaissance délibérée des règles de fonctionnement du marché et non des règles de concurrence entre les opérateurs sur un marché. En ce qu'elle vise l'information disponible, la sanction des abus de marché permet de préserver un contexte homogène de prise de décision. En ce sens, les manipulations de marché tendent, tout comme le droit de la concurrence, à la réalisation d'un objectif qui les fédère sans appartenir vraiment ni à l'une ni à l'autre, et qui consiste à faire en sorte que le prix des biens résultent du seul fruit de la rencontre de l'offre et de la demande à partir de l'information dont dispose les intervenants².

Ainsi, les manipulations de marché fondées sanctionnent de manière générale une distorsion du rapport entre l'état du marché et le prix résultant du signal erroné qu'elles envoient. Elles relèvent ainsi d'une catégorie répressive de sanction des pratiques d'altération illicite des prix (a). En revanche, il faut admettre que la manipulation de cours résultant d'une position dominante constitue bien une pratique anticoncurrentielle et doit faire l'objet à ce titre d'un développement distinct (b).

a. La manipulation de marché par altération illicite des prix

781. Les manipulations de marché sont-elles des pratiques anticoncurrentielles ? La réponse à cette question tient en réalité à l'acception plus ou moins large que l'on aura de cette dernière notion. Elles peuvent en tout cas faire l'objet d'un rapprochement avec le délit d'altération

¹ *Idem*, n° 307 et s., p.196.

² "when analysing a situation, a price will be deemed "unfair" not so much because it was unfairly set (...) but because the price observed on the market is unjustifiably higher or lower (...) than the one that would have been produced by the adjustment of supply and demand", M.-A. FRISON-ROCHE, « Qu'est-ce qu'un prix ? Du droit des contrats au droit de la régulation », *LPA* 6 mai 2010, p. 15, n° 22 ; M. TOMASI, « Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la directive sur les abus de marché », préc., n° 2, p. 440, qui note que les manipulations de marché constituent « un phénomène dont la caractéristique essentielle est qu'il vise, par des procédés divers, à fausser ou entraver le libre processus de formation du prix d'un instrument financier coté ».

illicite de prix évoqué plus haut. Le délit d'altération illicite des prix sanctionne tant l'altération illicite réalisée par fausse information que celle qui résulte d'offres ou de suroffres¹. Dans les deux cas, « *ce n'est pas tant le caractère excessif de l'écart qui est déterminant, mais sa relation avec un procédé blâmable* »².

782. La parenté des manipulations de marché avec ce délit tient en réalité à ceci que le jeu de l'offre et de la demande est perturbé non en ce que les prix sont directement manipulés mais du fait que la manipulation a pour effet d'envoyer au marché une information fausse sur l'état réel de l'offre et de la demande. La différence entre la fausse information et la manipulation de cours tient ainsi au procédé, non au résultat redouté. En effet, d'une part, avec la fausse information « *[i]l ne s'agit pas ici de donner l'illusion d'une activité sur le marché, mais de répandre dans le public une information objectivement inexacte ou ambiguë de nature à modifier le jugement des investisseurs quant à la valeur d'un ou de plusieurs instruments financiers* »³. D'autre part, sur la foi de l'activité sur le titre résultant des actes de manipulation de cours, l'ensemble des investisseurs va former la croyance erronée d'une mauvaise évaluation du titre concerné, d'où va résulter un effet d'entraînement.
783. S'il est vrai que la fausse information constitue l'un des procédés d'altération des prix au sens de l'article L.443-2 du Code de commerce, cela doit simplement conduire à admettre que l'information joue un rôle essentiel dans la détermination du prix des biens, quel que soit le type de marché. La fonction n'est toutefois pas la même car les marchés d'instruments financiers reposent sur une logique d'anticipation qui est étrangère aux marchés de biens et services. Ainsi, l'identité de la prévention n'induit pas de manière nécessaire l'identité de fonction de la règle en cause. En effet, l'altération illicite des prix perturbe le jeu de l'offre et de la demande d'une façon différente de la manipulation de marché. Sur les marchés d'instruments financiers, la valeur informationnelle du prix est en effet encore plus grande que sur les marchés d'instruments financiers⁴. La connaissance du prix constitue en effet en soi un outil de prédiction pour les investisseurs liés à leur perspective de réaliser un profit, perspective étrangère à l'acquisition d'un bien de consommation ou au bénéfice d'une prestation de service répondant à un besoin immédiat. La fonction prédictive que remplit

¹ Les offres émanent des vendeurs et les suroffres des acheteurs : W. JEANDIDIER, *Droit pénal des affaires*, 6^e éd., Dalloz 2005, n° 112, p.140.

² W. JEANDIDIER, *Droit pénal des affaires*, 6^e éd., Dalloz 2005, n° 112, p. 139.

³ M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers – Aspects juridiques*, préf. J.-B. BLAISE, L.G.D.J., 2002, n° 315 et s., p. 203. Égal. J. MONTCEL, « Etude sur le manquement de manipulation de cours » in *Dossier : le droit des manquements boursiers*, RTDF n° 3-2010, p. 46 : « La seule différence réside dans la nature des signaux trompeurs envoyés au marché, signaux consistant à créer l'illusion d'une tendance (haussière ou baissière) ou d'une activité dans la manipulation de cours, contre signaux de diffusion dans le public d'une information inexacte ou trompeuse, afin de modifier l'appréciation des investisseurs sur la valeur d'un instrument financier ».

⁴ Un auteur observe ainsi que « le prix d'un instrument financier exprime l'appréciation que font les investisseurs de sa valeur, en fonction des informations pertinentes dont ils disposent. Le cours n'est donc rien d'autre, au fond, qu'un agrégat d'informations », M. TOMASI, « Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la directive sur les abus de marché », préc., n° 10, p. 446.

l'information confère aussi au prix une valeur informationnelle supérieure à celle qui est la sienne sur d'autres marchés. Il s'agit toutefois d'une différence de degré, et non de nature. Le besoin d'anticipation augmente la force de signal du cours de bourse par rapport à celle du prix d'un bien et service qui n'en est toutefois pas dépourvue.

784. En somme, il apparaît que le rapprochement des manipulations de marché avec le délit d'altération illicite des prix apporte un enseignement qui n'est pas en soi particulièrement nouveau : celui précisément de l'unité de la catégorie des manipulations de marché. Intuitive pour le législateur français dans l'orbite du droit de la concurrence comme pour la directive Abus de marché, elle ne l'a pas été initialement en droit français pour des raisons historiques. Il apparaît toutefois, comme cela résulte de l'article L.443-2 du Code de commerce, que la fausse information est sanctionnée à raison de l'impact de l'information sur ce mode particulier de détermination du prix que constitue le cours de bourse.
785. On peut en conclure que ce rapprochement ne met pas véritablement en lumière une analogie¹ avec le droit de la concurrence mais révèle davantage l'unité et la spécificité des délits et manquements qui visent à préserver l'intégrité du processus de formation des prix en fonction du jeu de l'offre et de la demande. En effet, le droit des instruments financiers répond à une logique semblable au droit de la concurrence dans la fonction qu'il attribue au prix. À la différence du droit des contrats, dans lequel « *le prix représente la contreprestation de ce qui a été fourni par l'autre partie* », « *le droit de la concurrence ne s'intéresse pas au prix en tant que contreprestation et ne le contrôle pas en tant que tel ; il ne le contrôle qu'indirectement en ce que parmi d'autres éléments, il révèle un comportement qui porte atteinte à la concurrence* »². De même le droit des instruments financiers ne s'attache au prix qu'à raison de ses conditions de détermination. La sanction des manipulations de marché ne répond toutefois pas à la volonté de sanctionner une atteinte à la concurrence mais à celle d'assurer par l'information la correspondance entre l'état de l'offre et celui de la demande. La préoccupation est la même mais la finalité est autre. La concurrence n'est pas une fin en soi pour ce qui a trait à la préservation de la formation des prix. C'est l'impératif de connaissance de l'état du marché qui est immédiatement saisi par les manipulations de cours comme par le délit d'altération spéculative des prix. Il n'est aucune raison de rattacher particulièrement ces deux types de pratiques au droit de la concurrence dans son acception étroite de droit du marché concurrentiel, dont le principe directeur réside dans le développement de la concurrence entre les opérateurs³. La référence générique au droit de la concurrence est alors

¹ Selon la formule du professeur M.-A. FRISON-ROCHE, l'établissement d'une analogie suppose « de trouver une similitude, c'est-à-dire une sorte d'identité dans la différence, au regard d'un principe », *LPA* 21 juillet 1999, p. 8.

² A. BRUNET et A. GHOZI, « La fonction du prix en droit de la concurrence », in *Mélanges Christian MOULY*, t. II, Litec, 1998, n° 5, p. 29.

³ Sur la présentation et la distinction des deux composantes du droit de la concurrence que constituent le droit de la concurrence déloyale et le droit des pratiques anticoncurrentielles, J.-B. BLAISE, *Droit des affaires*, 6^e éd., L.G.D.J. 2011, n° 614-615, p. 361-362.

diluée et suppose que la pratique anticoncurrentielle soit définie dans un sens large et passablement indéterminé d' « atteinte au jeu de l'offre et de la demande »¹.

786. Davantage qu'un rapprochement avec le droit de la concurrence, c'est l'inclusion des manipulations de marché au sein de l'arsenal répressif contre l'altération spéculative² des prix qui est révélée. L'analogie à faire résulte donc davantage de l'objectif de protection de la formation du prix que des techniques du droit des pratiques anticoncurrentielles. Sans doute n'en va-t-il pas de même avec l'hypothèse particulière de manipulation de cours fondée sur l'exploitation d'une position dominante.

b. Le cas particulier de la manipulation de cours fondée sur une position dominante

787. Il est une hypothèse de manipulation de cours qu'il convient de rapprocher du droit de la concurrence. Il s'agit de celle aujourd'hui visée par le règlement général AMF au titre du manquement à l'article 631-1, 2° a), qui énonce que constituent des manipulations de cours « le fait, pour une personne ou plusieurs personnes, agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur le marché d'un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitables »³. En pareil cas, l'impact sur les prix résulte du pouvoir de marché de l'auteur de la manipulation de cours, qui est de nature, du fait de la place qu'il occupe sur le marché du titre, à déterminer directement le prix proposé aux autres investisseurs⁴. Cette hypothèse est toutefois la seule dans laquelle une analogie soit pleinement pertinente entre droit financier et droit de la concurrence pour rendre compte de la répression. En effet, les autres procédés constitutifs de manipulation de cours sont davantage

¹ M. TOMASI, « Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la directive sur les abus de marché », in *Mélanges AEDEBF France, IV*, Revue Banque édition 2004, n° 2, p. 440 : « La manipulation de marché participe donc moins de la tromperie que de l'atteinte au jeu de l'offre et de la demande. Elle s'apparente ainsi à ce que l'on appelle, sur les marchés de biens et services, une pratique anticoncurrentielle ».

² Le professeur W. JEANDIDIER regroupe ainsi dans un chapitre consacré à la macro-spéculation la présentation d'infractions relatives aux prix, dont l'article L.443-2 du Code de commerce, et les délits boursiers, qui font toutefois l'objet d'un traitement au titre d'une section distincte : *Droit pénal des affaires*, 6^e éd., Dalloz 2005, n° 109 et s., p. 135.

³ Il s'agit de la transposition en droit français de l'article premier, 2), al.2, premier tiret de la directive 2003/6/CE. Cette hypothèse de manipulation de cours figure à l'article 8, paragraphe 3, a) de la proposition de règlement du 20 octobre 2011 qui n'en modifie que l'objet, eu égard à l'élargissement du champ d'application du dispositif, étendu aux contrats sur matières premières liés à un instrument financier.

⁴ « Comme sur les marchés de biens et services, il peut se produire, en effet, qu'un ou plusieurs intervenants acquièrent un pouvoir économique qui les met en mesure de dicter le niveau du cours. En pareil cas, ce dernier ne reflète plus le jugement collectif des investisseurs sur la valeur du titre échangé, mais exprime la volonté d'un nombre limité d'entre eux qui s'impose à celle de l'ensemble des autres », M. TOMASI, *op. cit.*, n° 321, p. 209 : v. dans cet ouvrage les développements consacrés à cette forme de manipulation de cours en droit américain, n° 324 et s., p. 210. ; égal. du même auteur, « Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la directive sur les abus de marché », préc., n° 18, p. 450 .

fondés sur l'idée d'une perturbation indirecte de l'offre et la demande résultant du signal artificiel envoyé aux autres investisseurs par les actes de manipulation.

788. Une telle analogie n'opère toutefois qu'avec une précision importante. Dans le cas de la manipulation de cours, l'effet anticoncurrentiel qui résulte de l'infraction ne constitue pas l'objet de la prévention. Le comportement d'abus de marché n'est défini à partir de la position dominante qu'en ce qu'il constitue un procédé donnant une image fictive de l'état du marché ou une forme de tromperie ou d'artifice, aux termes de l'article 631-1, 2° du règlement général¹. Ce n'est ainsi pas tant la position dominante en elle-même qui est sanctionnée que les répercussions qui sont les siennes en termes d'appréciation erronée de la situation du marché pour le public².
789. À ce titre, la position dominante comme procédé de manipulation de cours ne fait l'objet d'une sanction que comme abus de résultat, et non comme abus de structure. En effet, l'abus de résultat ou de comportement désigne « *l'hypothèse dans laquelle une entreprise a obtenu un résultat qu'elle n'aurait pas obtenu sans sa position dominante ou sans le comportement abusif qui lui est reproché* » alors que l'abus de structure permet « *l'identification d'un abus de position dominante automatique, sans abus* »³. Bien qu'un tel rattachement de la position dominante à la mise en œuvre de procédés fictifs ne résulte pas des textes européens⁴, il n'est pas douteux que le critère de domination ne renvoie pas à la puissance intrinsèque de marché d'un opérateur mais à ses conséquences sur l'état de l'offre et de la demande. Une telle

¹ Article premier, 2), b) de la directive 2003/6/CE. La vérification de l'existence d'un manquement au titre de l'article 631-1, 2° RG AMF s'accompagne de l'examen des éléments indiqués à l'article 631-3 transposant l'article 5 de la directive 2003/124/CE. Il s'agit, dans la proposition de règlement, de l'article 8, paragraphe 1, b), dont la teneur est précisée par les indicateurs figurant à l'annexe I, B, qui reprennent ceux de l'article 5 de la directive d'application précitée.

² Dans une direction différente, la possibilité d'une analogie entre l'abus de position dominante et le délit d'initié a été évoquée « dans la mesure où le détenteur d'une information privilégiée est par nature en position dominante et qu'il l'exploite abusivement en agissant sur le marché. Mais l'analogie n'est guère opératoire dans la mesure où l'on mesure mal quelle conséquence pratique en tirer quant à un éventuel rapprochement ou emprunt de régime », M.-A. FRISON-ROCHE, « Peut-on établir des analogies opératoires entre droit de la concurrence et droit boursier ? », *LPA* 21 juill.1999, p. 13. Il faut souscrire à une telle conclusion tant la définition donnée de la position dominante en droit de la concurrence apparaît éloignée de celle de la détention d'une information privilégiée. Ainsi, dans son arrêt *Hoffman – La Roche* du 13 février 1979, la CJCE définissait-elle la position dominante comme « une situation de puissance économique détenue par une entreprise qui lui donne le pouvoir de faire obstacle au maintien d'une concurrence effective sur le marché en cause en lui fournissant la possibilité de comportements indépendants dans une mesure appréciable vis-à-vis de ses concurrents, de ses clients, et, finalement, des consommateurs », Rec. CJCE, 461. Sur la notion, D. MAINGUY, J.-L. RESPAUD, M. DEPINCÉ, *Droit de la concurrence*, Litec 2010, n° 338 et s., p. 281.

³ Sur les deux types d'abus, D. MAINGUY, J.-L. RESPAUD, M. DEPINCÉ, *op. cit.*, n° 345 et s., p. 285.

⁴ La directive abus de marché ne fait qu'énumérer une liste d'exemples à l'alinéa 2 de son article premier, 2) qui renvoient indistinctement aux a), b) et c) définissant la manipulation de marché. La manipulation de cours résultant d'une position dominante constitue donc un exemple particulier de manipulation de marché par détermination de la directive, indépendamment de son rattachement particulier à l'une des hypothèses générales qui précèdent. Ainsi en va-t-il de la proposition de règlement du 20 octobre 2011 qui vise la position dominante au a) de son article 8, paragraphe 3, sans rattachement à l'une des hypothèses particulières énumérées au paragraphe 1.

analyse est confirmée tant par les indications données par le CESR¹ que par la décision rendue par l'AMF dans l'affaire SAFE S.p.a du 9 avril 2009². En effet, « *c'est l'abus, autrement dit l'exploitation de cette situation dominante qui constitue la manipulation de cours* »³.

790. Il en résulte qu'en droit des instruments financiers, la position dominante d'un opérateur ne fait l'objet d'une sanction qu'à raison de son impact sur les prix, ce qui confère à la définition de l'abus sanctionné une dimension plus étroite. Alors que, sur les marchés de biens et services, l'indépendance de l'entreprise en position dominante peut avoir des expressions variées sur la baisse de la qualité des produits ou services proposés ou dans les relations avec les fournisseurs et distributeurs comme dans les pratiques commerciales en général⁴, « *[d]ans le cadre du processus concurrentiel de formation du prix d'un instrument financier, ceci se traduit par le fait que l'opérateur peut transmettre des ordres de vente libellés à un prix inférieur à la valeur intrinsèque du titre ou au contraire des ordres d'achat à un prix très supérieur à cette même valeur sans avoir à craindre de ne pas trouver de contrepartie* »⁵. Au sein de la catégorie des manipulations de marché, seule la manipulation de cours fondée sur l'exploitation d'une position dominante constitue une pratique anticoncurrentielle au sens du droit de la concurrence. Elle est toutefois plus étroite en ce qu'elle ne relève que des abus de résultat du droit de la concurrence. Les autres manipulations de marché forment une catégorie commune avec le délit d'altération spéculative des prix fondée sur la préservation des modes de détermination de la valeur d'un bien. Destinées à assurer le jeu de l'offre et de la demande, elles ne répondent à un impératif de concurrence qu'au sens large, et elles ne constituent pas intrinsèquement une pratique anticoncurrentielle.
791. **Synthèse** - La répression des manipulations de marché tend ainsi à préserver l'intégrité de l'information transmise au marché et véhiculée par lui en assurant sa correspondance à l'état de l'offre et de la demande fondé sur l'information disponible. Égalité d'accès à l'information

¹ CESR/04-505b, *Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the directive*, dans lequel sont données des indications relatives à l'établissement des différentes pratiques constitutives d'une manipulation de marché. Le recours à une position dominante est qualifié d' « abusive squeeze », pratique à propos de laquelle il est précisé que « the proper interaction of supply and demand can and often does lead to market tightness but that is not of itself market manipulation. Nor does having a significant influence over the supply of, demand for, or delivery mechanisms for an investment/product by itself constitute market manipulation », point 4.12, c), p. 12.

² Décision de sanction AMF, 9 avril 2009, *SAFE S.p.a.* : *Bull. Joly Bourse*, juill. 2009, p. 264, note N. RONTECHEVSKY ; égal. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 512, p. 733-734 et spéc., p. 734, observant que : « L'AMF procède en recherchant, dans un premier temps, si l'opérateur est en situation de position dominante sur le marché ; pour ce faire, dans une approche familière au droit de la concurrence, elle examine les caractéristiques du marché en cause. Puis, dans un second temps, si l'utilisation de cette situation crée pour les tiers de conditions de transaction inéquitables ».

³ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 512, p. 734.

⁴ M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers – Aspects juridiques*, préf. J.-B. BLAISE, L.G.D.J., 2002, n° 327, p. 212.

⁵ *Ibid.* Sur les différences dans les modes d'acquisition et dans la durée de la position dominante acquise sur les marchés financiers et de biens et services, n° 328 et s., p. 212.

et intégrité de l'information sont assurées de manière essentiellement préventive selon le pronostic que les comportements réprimés au titre des abus de marché peuvent y porter atteinte. Il convient alors d'établir dans quelle mesure les fondements de la répression trouvent une expression dans la définition des comportements répréhensibles.

§2. La délimitation de la perturbation du marché : le risque d'atteinte à la formation du cours de bourse

792. La catégorie des abus de marché se construit autour de l'identification des comportements de nature à nuire à la qualité des prédictions formées par les intervenants. Les abus de marché assurent en effet l'intégration et la correspondance des informations disponibles au cours de bourse, selon une logique préventive.

Les abus de marché reposent ainsi sur une définition formelle des comportements répréhensibles à partir de leur incidence supposée sur le cours de bourse (A). Cette approche formelle est toutefois tempérée par la présence de faits justificatifs permettant d'exclure du domaine de la répression des comportements qui apparaissent profitables au marché (B).

A. L'incidence supposée des abus de marché sur le cours

793. Pour établir la responsabilité pénale ou administrative au titre d'un délit ou d'un manquement constitutif d'abus de marché, il n'est pas nécessaire d'établir que le comportement répréhensible en cause a eu une incidence sur le marché, ni que cette incidence a profité à l'auteur. Le dispositif de sanction des abus de marché repose ainsi sur une appréciation formelle des comportements incriminés (1) qui n'exclut toutefois pas la prise en compte du profit réalisé par l'auteur de l'infraction pour déterminer le montant de la sanction pécuniaire prononcée (2).

1. La répression formelle des abus de marché

794. Afin d'assurer la qualité de l'information ayant vocation à intégrer le cours, les instances normatives ont défini les abus de marché tant dans leur dimension délictuelle qu'administrative, d'un point de vue formel (a). L'aptitude du comportement répréhensible à perturber le fonctionnement du marché pose toutefois de sérieuses difficultés en relation à la

définition du caractère sensible d'une information privilégiée, qui doit faire l'objet d'une analyse approfondie (b).

a. La dimension formelle de la répression

795. Quel que soit le délit ou le manquement concerné, ni la survenance d'un effet sur le cours ni la réalisation d'un profit par l'auteur de l'infraction ne sont des conditions à la répression. Cela résulte tant de leurs éléments constitutifs que de la détermination des sanctions applicables aux délits qu'aux manquements. La sanction est en effet liée à la seule réalisation du comportement. Seul son importance sera fonction du profit éventuellement réalisé¹. La jurisprudence a ainsi énoncé à propos du délit², comme du manquement³ de fausse information, que l'incidence de la fausse information sur le cours n'est pas un élément constitutif de l'infraction. Cela résulte des expressions « *de nature à agir sur les cours* » et « *qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses* », respectivement employées par les articles L.465-2, alinéa 2 du Code monétaire et financier et 632-1, alinéa premier, du règlement général AMF. Ainsi en va-t-il pour les délits et manquements d'initié. Il a en effet été décidé que le délit se consomme par la transmission d'un ordre, indépendamment de la réalisation de son exécution⁴. L'analyse vaut également pour l'infraction de manipulation de cours, infraction de procédé, dont la virtualité offensive à l'égard du bon fonctionnement du marché résulte du seul exercice des manœuvres. Ces manœuvres sont définies comme étant de nature à induire autrui en erreur ce qui ne suppose pas d'analyse de son effet réel mais suppose une appréciation purement abstraite des manœuvres en cause. La perturbation du marché n'est donc pas requise au titre de la consommation des manipulations de cours⁵.
796. On peut ainsi définir les abus de marché dans leur ensemble comme des infractions formelles. En effet, le résultat redouté⁶ par le législateur pénal, comme par le régulateur, n'intègre pas de manière nécessaire la matérialité constitutive de l'infraction. Le juge doit simplement établir que le comportement tenu répond aux conditions posées par le texte d'incrimination, sans qu'il soit nécessaire d'en déterminer les conséquences en terme d'atteinte au bien juridique protégé. À ce titre, la vérification du caractère sensible de l'information privilégiée ou de

¹ Cf. *infra*, n° 822.

² CA Paris, 1^{er} février 2000, *Sté Marie Brizard et Roger International* : Juris-Data n° 2000-104644 ; T. Corr. Paris, 9 janvier 2004 : *Dr. sociétés* 2004, comm. 69, obs. R. SALOMON.

³ CA Paris, 25 janvier 2000, *Sté Maxilivres Profrance* : *Bull. COB*, févr. 2000, p.103 ; *RDBF* mars-avril 2000, p. 99, note M.-A. FRISON-ROCHE et M. GERMAIN ; *Bull. Joly Bourse*, mai 2000, p. 262, note N. RONTCHEVSKY.

⁴ CA Paris, 30 mars 1977, *JCP* 1978, II, 18789, 1^{ère} espèce, note A. TUNC.

⁵ CA Paris, 30 novembre 2004 : *Dr. sociétés* 2005 comm. 203, obs. R. SALOMON.

⁶ Sur la distinction entre infractions formelles et matérielles et le critère de distinction fondé sur l'intégration à la matérialité constitutive de l'infraction du résultat redouté, Y. MAYAUD, *op. cit.*, n° 189, p. 210 et s.

l'aptitude d'une information à donner des indications inexactes sur les instruments financiers s'apparente, selon un exemple traditionnel, à celle du caractère mortifère de la substance exigé au titre de la consommation du crime d'empoisonnement. Les virtualités d'atteinte au bien juridique protégé sont tout entières impliquées dans la définition des conditions préalables et de l'élément matériel du comportement répréhensible. Le risque de perturbation du marché est inhérent à la définition même des caractères de l'information. L'acte est ainsi réprimé à raison du procédé dangereux qu'il constitue et non de ses effets. Cela confère aux infractions et manquements une dimension préventive, expression d'une volonté d'anticipation de la répression. Les abus de marché sont définis comme des comportements dangereux pour le marché de manière purement abstraite. Cette analyse n'est pas remise en cause par la réécriture des manquements résultant de la proposition de règlement du 20 octobre 2011. Au titre des opérations d'initiés, la virtualité offensive des comportements est tout entière inscrite dans les caractères de l'information privilégiée. Celle-ci faisant l'objet d'une analyse *ex ante*, doit simplement apparaître susceptible d'influencer le cours des instruments concernés, sans qu'il soit nécessaire d'établir la réalité d'une telle influence *ex post* aux fins du prononcé de la sanction, ainsi qu'on le verra. De la même manière, les comportements définis comme des manipulations de marché par l'article 8, paragraphe 1 de la proposition reçoivent une définition formelle comme étant susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses ou de fixer les cours à un niveau anormal ou artificiel. L'infraction se consomme indépendamment de la réalité de l'effet de l'information véhiculée sur le marché ou sur le cours de l'instrument.

797. On doit toutefois relever deux éléments de nature à remettre en cause cette approche purement formelle des abus de marché dans le futur dispositif. Le premier a trait à l'hypothèse de manipulation de marché inscrite à l'article 8, paragraphe 1, b), de la proposition de règlement, selon laquelle la notion couvre le fait d'effectuer une transaction, de passer un ordre ou d'adopter tout autre comportement « influençant le cours (...) en ayant recours à des procédés fictifs ou à toute forme de tromperie ou d'artifice ». Prise à la lettre, cette disposition semble indiquer que, reposant sur un procédé fictif, trompeur ou artificiel, la manipulation de marché se consomme par l'influence constatée sur le cours. Cet écart de rédaction d'avec les hypothèses visées au point a) de l'article 8 ne nous paraît toutefois pas avoir de portée sur la dimension formelle du manquement. En effet, rien ne justifie, tant sur le terrain de la prévention que sur celui de la preuve du comportement, que cette hypothèse requiert la vérification d'un résultat. Le procédé trompeur suffit logiquement à fonder la répression. En outre, la spécificité du procédé en facilite la preuve par rapport à l'hypothèse générique énoncée au second tiret de l'article 8, paragraphe 1, a) dans laquelle la transaction, l'ordre ou le comportement fixe ou est susceptible de fixer le cours à un niveau anormal ou artificiel. Si, dans cette hypothèse de manipulation, la consommation du manquement est déterminée de manière formelle alors qu'aucune indication n'est donnée quant au procédé répréhensible, la

même logique vaut *a fortiori* pour l'hypothèse tendant à sanctionner un procédé trompeur ou artificiel.

798. Le second facteur de remise en cause d'une appréciation essentiellement formelle de la consommation des abus de marché résulte de la proposition de directive relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché. Certaines définitions des manipulations de marché qui doivent être érigées en infractions pénales à l'article 4 semblent intégrer le résultat redouté dans leurs éléments constitutifs. Le b) vise le fait de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou plusieurs instruments et le c) le fait d'effectuer une transaction, de passer un ordre ou d'exercer toute autre activité affectant le cours d'un instrument. La fixation du cours et l'incidence sur le cours semblent directement intégrer la matérialité constitutive de l'infraction dans les définitions génériques issues de la directive. S'agit-il d'une volonté des institutions européennes de délimiter le champ d'application des infractions pénales aux seules infractions ayant des répercussions directes sur les marchés d'instruments financiers ? L'obligation faite aux Etats membres de réprimer ces deux comportements au titre de la tentative à l'article 5, paragraphe 2 laisse penser le contraire. En outre, s'agissant d'une directive qui, en la matière, ne saurait tendre qu'à l'énoncé de règles minimales, rien ne semble faire obstacle à ce que les Etats membres retiennent une définition formelle des comportements répréhensibles et procèdent à une interprétation en ce sens au stade de leur application.

Cette approche formelle des abus de marché est toutefois source de difficultés particulières en relation aux opérations d'initiés. L'information privilégiée est caractérisée par son aptitude à agir sur le cours de bourse. Or, la détermination de la qualité d'une information non publique à influencer potentiellement sur la formation du cours est délicate à déterminer.

b. L'exigence de sensibilité de l'information privilégiée

799. Les incidences prêtées aux opérations d'initiés sur l'égalité d'accès à l'information des investisseurs résultent du caractère sensible de l'information privilégiée. Le problème de sa définition est plus délicat que pour les informations fausses ou trompeuses. L'inexactitude de l'information est en effet visée de manière prépondérante. Celle-ci peut-être établie indépendamment de toute incidence sur les cours constatée *ex post*, dès sa diffusion, tant pour les délits et que pour les manquements. Sa fausseté intrinsèque peut être appréciée indépendamment de son effet potentiel, dès sa diffusion. L'utilisation d'une information privilégiée est en revanche sanctionnée alors que, par définition, celle-ci n'a pas intégré l'information disponible au marché. L'enjeu consiste donc à circonscrire la répression aux comportements reposant sur une information qui, une fois révélée, *aurait pu* avoir une incidence sur l'évolution du cours des instruments financiers. La perspective s'inverse et

suppose donc une analyse *ex ante* permettant d'établir les conséquences seulement potentielles de l'information privilégiée sur les cours.

800. Cette exigence de sensibilité de l'information se retrouve tant pour le délit que pour les manquements mais selon des définitions différentes. Concernant le délit, la jurisprudence précise que l'information privilégiée doit être « *de nature à influencer sur les cours de la valeur* »¹. Cette formule confirme ainsi que l'information privilégiée doit être caractérisée à raison de ses effets potentiels sur les cours. Issu de la transposition en droit français de la directive Abus de marché et de sa directive d'application 2003/124/CE, l'article 621-1, alinéa premier, du règlement général AMF dispose que l'information privilégiée est une information « *précise (...) qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés* »².
801. En dépit des difficultés soulevées par ce double critère de précision et d'influence significative sur les cours, sa définition ne devrait pas connaître de modification substantielle avec l'adoption prochaine de la proposition de règlement sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché. En substance, les paragraphes 2 et 3 de l'article 6 de la proposition de règlement reprennent fidèlement les termes de l'article premier de la directive d'application 2003/124/CE, transposés sans altération significative dans les dispositions du règlement général AMF. Seuls les instruments visés par l'information privilégiée sont redéfinis, les obligations d'abstention comme de communication étant étendues lorsque l'information privilégiée concernant des instruments financiers peut avoir une incidence sur le cours de contrats sur matières premières au comptant liés ou sur le cours de produits mis aux enchères découlant de quotas d'émission³. Les observations qui suivent s'étendent donc au futur dispositif.
802. L'article 621-1, alinéa 2, du règlement général AMF vient spécifier ce qu'il faut entendre par information précise et son alinéa 3 ce qu'il en est de l'exigence d'une influence sensible sur

¹ Crim. 26 juin 1995, *Ruche Méridionale* pourvoi n° 93-81646, *aff. B.U.E.-Ruche Méridionale*, *Bull. Joly Bourse*, juill.-août 1995, p. 285, note P. LE CANNU sous les conclusions de J. BORÉ; *LPA* 26 juill.1995, p. 44, note C. DUCOULOUX-FAVARD; *Rev. soc.* 1995, p. 562, note B. BOULOC; *JCP E* 1996, II, 766, note A. VIANDIER, et Crim. 14 juin 2006 pourvoi n° 05-82453, *Aff. Soros*, *Bull. crim.* 2006, n° 178, p. 616 : *Dr. sociétés*, août 2006, p.28, obs. R. SALOMON; *Rev. soc.* 2007, p. 125, note B. BOULOC.

² Cette définition résulte de l'article 1, 1), al.1^{er} de la directive cadre 2003/6/CE.

³ Les paragraphes 2 et 3 de l'article 6 de la proposition de règlement du 20 octobre 2011 disposent : « 2. Aux fins de l'application du paragraphe 1, une information est réputée à caractère précis si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, et si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur les cours des instruments financiers concernés, des contrats sur matières premières au comptant qui leur sont liés ou des produits mis aux enchères découlant des quotas d'émission. 3. (...) on entend par information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés, des contrats sur matières premières au comptant qui leur sont liés ou des produits mis aux enchères découlant des quotas d'émission, une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions ».

les cours : « Une information est réputée précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un évènement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet évènement sur le cours des instruments financiers concernés ou des instruments financiers qui leur sont liés. Une information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement »¹. Ainsi, l'information privilégiée est celle qui peut avoir une influence sensible sur les cours tant pour le délit que pour le manquement, à ceci près que, pour ce dernier, cette influence peut être établie par le biais d'un test de sensibilité *ex ante* qui repose sur le rôle potentiel de l'information privilégiée dans la prise de décision d'un investisseur raisonnable. Selon les termes du considérant 11 de la proposition de règlement du 20 octobre 2011, « [l]es investisseurs raisonnables fondent leurs décisions d'investissement sur les informations déjà disponibles *ex ante*. Il s'ensuit que la question de savoir si un investisseur raisonnable est susceptible, au moment de prendre une décision d'investissement, de tenir compte d'une information particulière doit être appréciée sur la base des informations disponibles *ex ante* ». Cette démarche voit ses conséquences précisées au considérant suivant selon lequel « les informations disponibles *ex post* peuvent servir à vérifier l'hypothèse de sensibilité des cours à l'information disponible *ex ante*, mais elles ne devraient pas être utilisées pour poursuivre les personnes qui auraient tiré des conclusions raisonnables des informations dont elles disposaient *ex ante* ».

803. Le problème de la détermination du caractère privilégié de l'information est délicat, tant au titre des délits que des manquements. La jurisprudence pénale a posé comme règle que le caractère privilégié de l'information doit être apprécié objectivement, en fonction de son contenu et non en considération de la compétence ou des aptitudes particulières de la personne qui la détient². Se pose ainsi le problème du critère à l'aune duquel évaluer l'aptitude de l'information privilégiée à agir sur les cours.
804. C'est à une telle difficulté qu'est censé répondre le test de l'investisseur raisonnable qui résulte de l'article 621-1, alinéa 2, précité. La référence au standard de l'investisseur raisonnable suppose une appréciation par l'initié de l'importance que le public serait susceptible d'accorder à l'information en cause pour fonder ses décisions d'investissement. L'articulation de la directive d'application 2003/124/CE avec la directive Abus de marché suppose en effet que la sensibilité de l'information s'apprécie au regard de l'investisseur

¹ Ces alinéas sont issus de la transposition en droit français des paragraphes 1 et 2 de l'article premier de la directive d'application 2003/124/CE.

² Crim. 26 juin 1995, *Ruche méridionale* préc., retenant que « le caractère privilégié des informations (...) ne saurait résulter de l'analyse que peut en faire celui qui les reçoit et les utilise, mais doit s'apprécier de manière objective, excluant tout arbitraire, et en fonction de leur seul contenu ».

raisonnable¹. Ainsi, en principe, « *c'est parce que l'information est de celles qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de sa décision, qu'elle est susceptible d'avoir une influence sensible sur les cours et vice-versa* »². Le CESR a en effet souligné que « *l'article 17, paragraphe 3, de la directive abus de marché énonce clairement que les mesures d'exécution ne modifient pas les dispositions essentielles de la directive de niveau 1* »³.

805. Il a toutefois été souligné que le critère quantitatif de sensibilité, posé par la directive cadre, présente une nature différente de celui, qualitatif, qu'implique la référence aux décisions d'un investisseur raisonnable⁴. Il en est ainsi résulté une pratique de la commission des sanctions passablement touffue dans laquelle s'alternent et se combinent selon une succession logique variable les critères de sensibilité et d'investisseur raisonnable⁵.
806. La difficulté principale de définition de l'information privilégiée réside dans le souci de circonscrire la répression aux déséquilibres informationnels pertinents. À la différence de la méthode qu'il emploie pour fonder des obligations positives en fonction de l'objet de l'information, le législateur est ici contraint de ne définir l'information pertinente qu'à partir de ses caractères abstraits⁶. Comme le précise le CESR lui-même lorsqu'il entreprend d'établir une liste des différents objets d'une information privilégiée, une telle énumération n'est nécessairement pas exhaustive⁷.
807. L'information privilégiée présente ce caractère lorsqu'elle est de nature à constituer un élément d'anticipation et de valorisation des instruments financiers concernés par l'investisseur. Le critère qualitatif de l'investisseur raisonnable reflète ainsi l'objectif de

¹ Comme le précise le CESR, « The « reasonable investor test » set out above assists in determining the type of information to be taken into account of the « significant price effect » criterion », *Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market*, nov. 2006, Ref. CESR/06/562, point 1.11, p. 6.

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 492, p. 700.

³ *Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market*, nov. 2006, Ref. CESR/06/562, point 1.11, p.6.

⁴ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 492, p. 699. V. la note de J.-J. DAIGRE, sous l'affaire EADS, *Bull. Joly Bourse*, mars 2010, n° 9 : « Il y a donc deux aspects dans la condition de sensibilité, certes liés, mais qu'il convient de distinguer intellectuellement. Le premier est relatif à la condition de seuil elle-même : une information précise et non publique n'est pas en soi une information privilégiée ; elle ne l'est que si elle est susceptible d'avoir une incidence sur le cours du titre, donc une incidence financière. (...) C'est là qu'entre en ligne le second aspect de cette condition : la sensibilité financière de l'information doit être appréciée au regard de ce qu'en déduirait un investisseur raisonnable. Sans pouvoir être plus précis, car il s'agit d'un standard volontairement flou, il semble possible de dire qu'il s'agit d'un investisseur non professionnel qui s'informe autant qu'il est possible pour une personne normalement constituée ».

⁵ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 492, p. 701 : « La difficulté résultant du glissement de sens du critère entre les deux directives est illustrée par les décisions récentes de la Commission des sanctions de l'AMF. Celle-ci a parfois privilégié le test de l'effet sensible sur le cours, parfois utilisé les deux critères, le second – test de l'investisseur raisonnable – découlant du premier, ou le premier résultant du second, ou, enfin, le second évinçant le premier ».

⁶ Cf. *infra*, n° 438 et s.

⁷ *Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market*, nov. 2006, Ref. CESR/06/562, point 1.15, p. 7.

circonscire la répression aux seuls déséquilibres informationnels qui ont des répercussions sur les prédictions des investisseurs de nature à déterminer leurs choix d'investissement. Il n'est ainsi pas en soi de mauvaise méthode de définir l'information privilégiée en fonction des attentes des investisseurs en termes d'accès à certaines données qu'ils jugent pertinentes. L'information privilégiée doit en effet recevoir une définition tant qualitative que quantitative. Elle est nécessairement quantitative en ce que sa sanction repose sur le pronostic d'un déséquilibre d'information de nature à avoir des répercussions à l'échelle du marché. Elle ne peut toutefois qu'être également qualitative car l'appréhension de l'effet potentiel sur le marché implique une analyse de l'information à partir de son objet. La prévention des opérations d'initiés répond ainsi au strict besoin de limiter les asymétries en informations utiles à la formulation de jugements de valeur. Il en résulte de manière nécessaire un déséquilibre en faveur de l'approche qualitative. Logiquement, la détermination du caractère sensible de l'information selon une perspective *ex ante* conduit à s'attacher au contenu de l'information pour en évaluer la portée. Seule cette approche est cohérente avec une démarche de sanction préventive, liée aux effets réels et non potentiels des comportements réalisés. Elle réintroduit toutefois la difficulté envisagée avec l'obligation de diffusion de l'information privilégiée, qui fait peser l'évaluation du caractère sensible de l'information sur la personne concernée par l'obligation d'abstention¹.

808. À cet égard, c'est la pertinence du critère qualitatif aux fins de la détermination de l'obligation d'abstention des initiés qui doit être discutée. La difficulté provient du caractère restrictif du critère de l'investisseur raisonnable. Cette difficulté est double et peut conduire, dans les deux situations qui vont être envisagées, à appréhender l'écart qui existe entre le critère qualitatif et le critère quantitatif.

Le premier problème résulte de l'identification de l'investisseur raisonnable (i). Le second, qui découle du premier, résulte de la détermination du qualificatif « raisonnable » (ii).

i. L'initié et l'investisseur raisonnable : l'affaire EADS

809. Attend-on des initiés eux-mêmes qu'ils soient des investisseurs raisonnables ? En d'autres termes, est-il concevable que l'initié puisse déterminer à l'aune de sa propre situation l'aptitude d'une information à agir sur les cours ? Il pourrait en résulter une situation paradoxale. La personne concernée se verrait soustraite à l'obligation d'abstention bien

¹ Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market, nov. 2006, Ref. CESR/06/562, point 1.12, p.6 : “CESR members consider that those with potential inside information need to assess on an *ex ante* basis whether or not information is likely to have a significant price effect. It is a question of determining the degree of probability with which at that point in time such effect could reasonably have been expected”.

qu'elle soit en possession d'une information non publique lors de sa décision d'investissement, pour cette raison précise que l'investisseur raisonnable n'aurait pas accordé une importance significative à cette information. Le caractère privilégié serait exclu en raison de l'absence de sensibilité de l'information à l'échelle du marché, bien que l'initié en ait eu connaissance et se soit, dès lors, trouvé en mesure de l'intégrer à ses autres paramètres de décision.

810. C'est en effet sur la base d'un tel raisonnement que l'ensemble des personnes mises en cause au titre d'un manquement d'initié dans l'affaire EADS a échappé à toute responsabilité¹. Les intéressés faisaient, entre autres, l'objet d'une procédure de sanction pour avoir utilisé diverses informations en levant des options. Suite à la révélation de certaines informations, des baisses significatives du cours du titre EADS avaient été enregistrées, dans un contexte trouble par ailleurs². La responsabilité des intéressés fut écartée à la base même du raisonnement par la Commission des sanctions qui retint qu'aucune des informations en cause n'était privilégiée. Certaines furent considérées comme insuffisamment précises³, et les autres comme non sensibles. La Commission des sanctions a en effet retenu que les informations relatives à des retards sur le programme de livraison de l'A380 ne présentaient pas un caractère sensible compte tenu de la fréquence des retards de livraison dans le secteur aéronautique. La Commission a en effet souligné que « ces retards ou difficultés du processus industriel constituaient alors une préoccupation habituelle à ce stade de fabrication » et de même nature que « celles usuellement rencontrées en matière aéronautique ». Se fondant sur « le contexte existant à la date des faits reprochés », la commission conclut qu'« il ne résulte pas de l'instruction que (...) l'information invoquée (...) ait porté (...) sur un « ensemble de circonstances » suffisamment précis pour qu'un investisseur raisonnable l'utilise comme l'un des fondements de sa décision d'investissement et qu'elle ait ainsi été susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre EADS ». Le raisonnement circonstanciel paraît rigoureux et n'exclut pas, par principe, qu'une information de nature non financière puisse

¹ Décision de sanction AMF, Ass. Plén., 27 novembre 2009 : *Bull. Joly Bourse*, mars 2010, p. 107, note J.-J. DAIGRE ; *Banque & Droit*, n° 129, févr. 2010, p. 24, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS, J.-P. BORNET ; *RTD com.* 2010, p. 395, obs. N. RONTCHEVSKY.

² Y. PACLOT, « La leçon de l'affaire EADS », *RDBF*, mars 2010, alerte 5.

³ Il s'agissait de l'information relative à la perception d'un écart entre les indications du plan d'affaires relatif aux trois années à venir et les « attentes » du marché. La commission des sanctions a retenu à ce propos « qu'en raison même de la différence de leur terme, les anticipations à respectivement un, deux ou trois ans ne peuvent pas avoir le même degré de fiabilité ; que par ailleurs, en raison du caractère glissant du plan, reconstruit chaque année, les données propres aux exercices autres que le premier couvert par le plan ont vocation à être revues, mises à jour et modifiées en fonction, d'une part, des décisions qui seraient prises par les équipes dirigeantes et, d'autre part, de l'évolution des diverses hypothèses qui sous-tendent le plan et tenant notamment au taux de change dollar/euro et aux coûts de recherche et développement ainsi que, s'agissant d'Airbus, au prix et au nombre de livraisons d'avions ; qu'ainsi, en principe, les indications contenues dans un tel plan, autres que celles relatives à la première année couverte par celui-ci, ne revêtent pas la précision exigée d'une information privilégiée ». Il a été décidé dans le même sens au sujet de l'information relative à l'augmentation des coûts de développement du programme A350 à propos duquel il a été constaté que la valeur nette négative de l'évolution du programme empêchait qu'elle constitue, à l'état de simple hypothèse, une information privilégiée alors que le programme d'origine conservait une valeur actuelle positive.

être privilégiée¹. La décision résulte d'une analyse de contexte d'où il est conclu à l'absence de caractère sensible de l'information. Si cette démarche doit être approuvée dans son principe, elle aboutit à un paradoxe. Le caractère non privilégié de l'information exclut ainsi que l'on recherche si elle a permis à l'initié de fonder sa décision. Comme le souligne le professeur DAIGRE : « *Les personnes poursuivies, des professionnels, n'ont en effet pas été jugées par rapport à ce qu'elles avaient pu apprendre et comprendre, mais par rapport à ce qu'aurait pu induire un investisseur raisonnable* »². En somme, le seul individu soustrait au test devient l'initié lui-même. Ainsi, selon le même auteur, « *[l]'exigence d'une sensibilité financière appréciée au regard de l'investisseur raisonnable pourrait donc permettre à l'utilisateur d'une information précise et non publique d'échapper à tout reproche s'il démontrait qu'un investisseur ordinaire n'en aurait pas tiré de conséquences sur le cours du titre* »³. Il en résulte que les intéressés ont intégré dans leur décision une information qui n'aurait précisément pas été susceptible d'avoir un impact sur les cours pour le commun des investisseurs.

811. Ce constat implique deux propositions toutes deux discutables. L'information était indifférente aux intéressés ; elle l'aurait été au public. Cela n'est pas évident car « *le caractère technique et industriel des informations délivrées aux personnes poursuivies n'était peut-être pas de nature à inquiéter celles-ci, qui étaient des professionnels habitués à ce genre de difficulté, mais de nature à inquiéter un investisseur ordinaire, tant l'incertitude peut être en soi, pour lui, une source de préoccupation* »⁴. En effet, l'indifférence du professionnel, purement conjecturale par ailleurs, ne saurait constituer un baromètre adéquate de ce que sont les attentes de l'investisseur raisonnable. C'est d'ailleurs ce qu'a confirmé la baisse du cours constatée dans les mois qui ont suivi la réalisation des opérations litigieuses. Si un tel argument ne saurait avoir d'autorité, la qualification ne pouvait procéder d'une analyse *a posteriori*, il apparaît que la solution retenue dans l'affaire EADS a précisément permis aux intéressés de se montrer déraisonnables en prenant en compte une information au motif qu'elle serait indifférente à l'investisseur raisonnable.
812. On perçoit ici un décalage entre la position de principe adoptée par la chambre criminelle⁵ et celle de la commission des sanctions. La seconde admet en effet que la responsabilité au titre du manquement puisse être exclue lorsque les intéressés peuvent démontrer, en raison d'une connaissance particulièrement affûtée du secteur d'activité dans lequel ils opèrent, que

¹ La note de J.-J. DAIGRE, *Bull. Joly Bourse*, mars 2010, n° 9, p. 116, et les observations critiques du professeur France DRUMMOND sur les décisions ayant identifié des informations sensibles « par nature », au 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, table ronde n° 2 : « le manquement d'initié : données récentes », dont la transcription est consultable à l'adresse suivante : http://www.amf-france.org/documents/general/9729_1.pdf, p. 3.

² J.-J. DAIGRE, note préc., n° 12, p. 116.

³ *Ibid.*.

⁴ *Idem*, n° 13, p. 116.

⁵ Crim. 26 juin 1995, *aff. Ruche Méridionale* préc.

l'information n'était pas susceptible de fonder les décisions d'investissement du reste des investisseurs. Une telle preuve paraît être exclue par l'analyse purement substantielle à laquelle semble inviter l'appréciation objective de l'information privilégiée.

Le critère qualitatif de l'investisseur raisonnable érige la personne tenue à l'obligation d'abstention en arbitre de l'analyse objective du caractère privilégié de l'information. On peut toutefois se demander si l'investisseur raisonnable doit réellement avoir les aptitudes que lui prête la commission des sanctions dans l'affaire EADS.

ii. L'investisseur raisonnable, entre investisseur rationnel et investisseur moyen

813. La démarche suivie suppose d'admettre que les initiés peuvent s'exclure au gré des circonstances de la catégorie des investisseurs raisonnables en utilisant des informations dont ils écartent l'aptitude abstraite à fonder des décisions d'investissement pour le reste du monde. En réalité, l'approche est militante et conduit, par une réduction sans doute peu souhaitable, à substituer à la notion d'investisseur raisonnable celle d'investisseur rationnel, réduisant ainsi le domaine de l'information privilégiée. Cela a été clairement mis en lumière par une étude d'ensemble de la signification donnée à la notion d'investisseur raisonnable dans la pratique décisionnelle¹. Il s'avère que celui-ci, loin d'être un individu moyen, est doté de moyens et de capacités d'analyse fort poussés. Il est « *celui qui met bout à bout l'information délivrée par l'émetteur pour construire du sens, sens sur lequel il fondera sa décision* »². Pour ce faire, il prend en compte les conditions négociées par les actionnaires de référence, prend connaissance de l'information financière, ce qui révèle sa « *capacité à lire une information comptable et confronter cette lecture à ce qu'il connaît des anticipations du marché* », il comprend l'environnement économique de l'entreprise et s'intéresse à son secteur d'activité, il est en mesure de déduire la progression probable du résultat d'exploitation...³

814. Il en résulte une interrogation. L'investisseur raisonnable n'est-il pas « *plus ou moins expert et rationnel en fonction de la qualité de ceux dont on cherche à déterminer s'ils ont commis des infractions d'initiés* »⁴? Les enseignements de l'affaire EADS vont dans ce sens. L'investisseur a suffisamment de discernement pour trier le bon grain de l'ivraie et faire la part des choses entre une information industrielle négative, mais assez courante pour être anodine, et une information réellement sensible. Il n'est toutefois pas sûr que la sagesse et la

¹ C. MAISON-BLANCHE, « L'investisseur raisonnable : un concept mou à des fins répressives », *RTDF* n° 4-2009, p.51.

² *Idem*, p. 54.

³ *Idem*, p. 55-56.

⁴ *Idem*, p.56.

clairvoyance prêtées à l'investisseur raisonnable soient partagées par les personnes poursuivies au titre d'un manquement, comme dans l'affaire *EADS*. Les intéressés n'ont-ils effectivement tenu aucun compte de la conjonction de nouvelles négatives qu'eux seuls connaissaient lorsqu'ils ont pris la décision de lever les options dont elles bénéficiaient ?

815. Il y a deux explications à une conception si ambitieuse du test de l'investisseur raisonnable. D'une part, l'investisseur de référence ne peut qu'être appréhendé comme un individu qui fonde ses choix d'investissement sur l'analyse de l'information disponible. Il en va de l'utilité même d'imposer aux opérateurs la communication d'informations sur le marché. D'autre part, cet investisseur modèle qu'est l'investisseur raisonnable ne peut pas coïncider avec l'investisseur moyen qui réagit parfois de manière irrationnel aux signaux envoyés par le marché. Admettre une telle conception rendrait impossible la détermination de l'information privilégiée en la dilatant à l'infini au gré des circonstances.
816. Il en résulte toutefois un nœud gordien qu'il est impossible de trancher. S'il est indispensable de procéder à une analyse contextuelle de l'information privilégiée pour établir son effet potentiel sur les cours, la référence au modèle de l'investisseur raisonnable conduit inévitablement à la construction d'un modèle abstrait qui peut paraître en certaines circonstances en décalage avec la réalité. La preuve en est donnée dans l'affaire *EADS*. L'analyse séparée des trois informations en cause a conduit la commission des sanctions à exclure qu'elles aient un caractère privilégié. On peut toutefois estimer que leur conjonction aurait certainement été de nature à fonder une appréciation négative pour l'investisseur moyen. En effet, on peut imaginer qu'un investisseur « rationnel parce que déraisonnable » ait estimé que les informations en cause, sans être déterminantes, pouvaient avoir une incidence cumulée sur l'appréciation globale du titre dans les mois à venir. L'histoire n'aurait-elle pas donné raison à un tel investisseur ? Le problème de l'investisseur raisonnable est ainsi d'être envisagé tout seul, à l'égard d'une information dont les caractères sont appréciés de manière isolée. Il n'est pas sûr qu'un tel standard corresponde à une réalité dans laquelle l'usage de la raison est au service de l'anticipation de mouvements nécessairement collectifs et parfois fondamentalement irrationnels.
817. Quel pourrait donc être un critère de substitution opératoire à celui d'investisseur raisonnable, qui permette une délimitation de la répression adaptée aux besoins d'informations du public des investisseurs ? Les difficultés sont telles que l'on ne peut se hasarder sans risque à formuler une suggestion d'évolution de la matière. Peut-être serait-il opportun d'admettre qu'une obligation d'abstention existe, indépendamment du caractère privilégié de chaque information, lorsque la conjonction d'informations non publiques est susceptible de fonder une décision d'investissement. On conviendra qu'une telle modification du domaine de l'obligation d'abstention ne satisfait pas la sécurité juridique. À quoi l'on répliquera que celle-

ci n'est que faiblement satisfaite par la pratique décisionnelle actuelle¹. En outre, s'il est exigé de l'investisseur raisonnable qu'il prenne en compte l'ensemble des informations disponibles pour fonder sa décision d'investissement, ne peut-on pas admettre qu'il en aille de même pour l'initié ? Un déséquilibre existe alors lorsque l'association de plusieurs informations non publiques a déterminé sa décision d'investissement.

818. Sur ce dernier point, il n'est d'ailleurs pas nécessaire de procéder à une modification du dispositif. Il est en effet indiqué, au titre de l'exigence de précision, que l'information privilégiée peut résulter d'un ensemble de circonstances, à l'article 621-1, alinéa 2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Pour ce qui a trait à l'exigence de sensibilité proprement dite, il semble possible d'opérer l'extension souhaitée de la répression aux personnes précisément avantagées du fait de leur connaissance du contexte de marché, sur la base de la nouvelle définition de l'information privilégiée limitée à la seule obligation d'abstention qui figure à l'article 6, e) de la proposition de règlement. Rappelons que selon ce texte, est privilégiée : *« toute information (...) qui se rapporte à un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou à un ou plusieurs instruments financiers, qui n'est pas généralement accessible au public mais qui, si elle était accessible à un investisseur raisonnable qui opère régulièrement sur le marché et sur l'instrument financier ou un contrat lié sur matières premières au comptant concernés, serait considérée par cette personne comme pertinente pour décider des conditions auxquelles devraient être réalisées les transactions sur ledit instrument financier ou sur un contrat sur matières premières au comptant qui lui est lié »*.

819. Sans pouvoir ici s'appesantir sur les perspectives contentieuses qui s'offrent avec cette nouvelle définition, on évoquera simplement la méthode utilisée. Alors que les quatre autres catégories d'informations privilégiées évoquées sont déterminées par l'influence sensible qu'elles sont susceptibles d'avoir sur les cours, en ce qu'un *« investisseur raisonnable serait susceptible [de les] utiliser comme faisant partie des fondements de sa décision »*², l'information privilégiée définie au point e) se fonde sur un investisseur non seulement raisonnable mais aussi habitué aux opérations sur le marché ou le type d'instrument concerné. En outre, le critère n'est plus celui de l'intégration de l'information privilégiée aux fondements de la décision mais simplement le fait qu'elle puisse être considérée comme pertinente pour évaluer les conditions auxquelles devraient être réalisées les transactions.

¹ « On pourra s'inquiéter du fait que dans un domaine où l'acceptation de ce type de notion engage potentiellement des suites répressives, il n'y ait pas plus de stabilité et de prévisibilité juridiques en matière de définition et que l'incriminé se trouve, du fait du caractère imprécis, variable et vague de la notion de raisonnable, soumis aux risques réels d'insécurité et d'arbitraire que celui-ci engendre », C. MAISON-BLANCHE, « L'investisseur raisonnable : un concept mou à des fins répressives », *RTDF* n° 4-2009, p. 54.

² Article 6 paragraphe 3 de la *Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)*, Bruxelles 20.10.2011 COM(2011) 651 2011/2095(COD).

820. L'information exclue du champ de l'obligation permanente est donc déterminée en ce qu'elle est objectivement moins importante que les autres pour le public, du fait qu'elle s'adresse aux seuls investisseurs habitués – sinon initiés par l'expérience, sans vouloir rajouter à la confusion ! – et qu'elle est subjectivement moins importante aux yeux de ces derniers, qui ne sauraient y voir un fondement de leur décision, mais simplement une donnée intégrant leur appréciation de la situation de marché. Sur un tel fondement, la solution donnée dans l'affaire *EADS* aurait certainement été différente. En effet, l'appréciation par les initiés du caractère courant de l'information relative aux retards de livraison n'aurait certainement pas suffi à leur permettre de conclure à l'absence de pertinence d'une telle information aux fins de l'appréciation des conditions auxquelles les transactions auraient dû être réalisées.
821. On conclura le développement qui précède par deux considérations. Dans son principe, le recours à des standards s'impose compte tenu de la difficulté qu'il y a à déterminer la sensibilité de l'information selon une perspective *ex ante*. L'adjonction d'un nouveau standard paraît nécessaire pour préciser le périmètre de la répression en relation aux investisseurs dotés de capacités particulières d'analyse et de traitement de l'information. Le dispositif ne paraît toutefois pas satisfaisant car l'adjonction d'un nouveau critère d'investisseur non seulement raisonnable mais « compétent » dans l'analyse du contexte de marché ne peut que conduire à des précisions ultérieures pour distinguer nettement les informations qui rentrent dans le périmètre de l'information permanente de celles qui n'entraînent qu'une obligation d'abstention¹.

Si elle n'est ainsi pas nécessaire aux fins de la constitution de l'infraction, la prise en compte de l'effet réel et non simplement potentiel des comportements réprimés a une incidence sur la détermination de la sanction.

2. La prise en compte de l'effet réel aux fins de la détermination de la sanction pécuniaire

822. La détermination des sanctions pécuniaires qui peuvent être prononcées à la suite d'un abus de marché s'opère selon un double mécanisme. L'amende prononcée peut être forfaitaire en deçà d'un certain montant, en tenant compte de la gravité du comportement reproché, indépendamment de tout profit réalisé. Au-delà, la sanction pécuniaire peut s'élever jusqu'à un certain multiple du profit qui est résulté de l'infraction pour son auteur. La proposition de règlement du 20 octobre 2011 s'inscrit dans la même logique, par le biais de l'introduction d'un système élaboré de sanctions qui doivent être « *effectives, proportionnées et dissuasives* » au sens de l'article 24 paragraphe 1. Elle prévoit, en laissant aux États membres

¹ Sur cette difficulté, cf. *supra*, n° 453 et s.

la possibilité d'attribuer aux autorités compétentes le pouvoir de prononcer des sanctions plus élevées¹, des niveaux minimaux des sanctions pécuniaires administratives. Celles-ci peuvent s'élever jusqu'à deux fois l'avantage retiré de l'infraction ou des pertes qu'elle a permis d'éviter, s'ils peuvent être déterminés, selon l'article 26, k). Dans le cas contraire, elles peuvent s'élever jusqu'à cinq millions d'euros ou l'équivalent dans une autre monnaie pour les personnes physiques² et jusqu'à 10% du chiffre d'affaires réalisé au cours de l'exercice précédent pour les personnes morales³.

823. Ainsi, quoique indifférents au plan du caractère répréhensible du comportement en cause, les effets économiques de l'infraction sont envisagés comme un critère de détermination du montant de la sanction pécuniaire dès lors qu'il dépasse un certain plafond. C'est en ce sens que s'est prononcée la chambre commerciale de la Cour de cassation en réponse à un pourvoi contestant le montant de la sanction, du fait de l'absence de corrélation entre la condamnation, d'une part, et la gravité des manquements et les profits retirés par l'intéressé, d'autre part. En l'espèce, la sanction prononcée était plus de trois fois supérieure au profit dégagé par l'opération, qui avait été réalisée par l'initié au profit d'une société tierce. Pour rejeter le pourvoi, la chambre commerciale retient que « *les dispositions de l'article 621-15 du Code monétaire et financier n'imposent pas de fixer la sanction pécuniaire en relation avec le profit éventuellement retiré des opérations incriminées, dès lors que cette sanction reste inférieure au plafond applicable en l'absence de profit ; (...) en se référant à la gravité des manquements commis par M.X... pour fixer le montant de la sanction à une somme qui n'excédait pas ce plafond, la Cour d'appel (...) a légalement justifié sa décision* »⁴. La prise en compte des effets du manquement d'initié au plan de la détermination de la sanction n'intervient ainsi que de manière secondaire, pour établir le respect de l'exigence de proportionnalité de la sanction prononcée. Son rôle devrait encore diminuer avec l'élévation du plancher de la sanction susceptible d'être prononcée à titre forfaitaire qui résulte de la loi de régulation bancaire et financière. En effet, selon l'article L.621-15 du Code monétaire et financier dans sa rédaction issue de la loi de régulation bancaire et financière, l'AMF est aujourd'hui en mesure de prononcer des sanctions administratives d'un montant pouvant aller jusqu'à cent millions d'euros. L'élévation de ce plafond de la sanction forfaitaire signifie la réduction corrélative du domaine d'indexation de l'action sur le montant du profit réalisé.
824. On peut à cet égard s'interroger sur la conformité de cette jurisprudence à la solution retenue dans l'arrêt *Spector*. La cour devait déterminer si l'avantage économique résultant d'une opération d'initié pouvait constituer un élément pertinent aux fins de la détermination d'une

¹ Art.26, paragraphe 2.

² Article 26, l) de la proposition.

³ Article 26, m) de la proposition.

⁴ Com., 23 mars 2010, arrêt *Cyberdeck*, pourvoi n° 09-11366 : *Banque & Droit*, n°131, mai-juin 2010, p. 29 ; *RTDF* n° 2-2010, p. 133, note E. DESEUZE ; *Dr. sociétés*, juin 2010, comm. 120, R. MORTIER.

sanction effective, proportionnée et dissuasive¹. Celle-ci apporte une réponse positive en deux temps. Après avoir souligné qu'à défaut de tout critère énoncé par l'article 14, paragraphe 1 concernant l'appréciation du caractère effectif, proportionné et dissuasif de la sanction, la Cour retient que « *la définition de ces critères relève de la législation nationale* »². Elle ajoute toutefois, en se fondant sur le considérant 38 de la directive Abus de marché, que les sanctions « *devraient être suffisamment dissuasives, proportionnées à la gravité de l'infraction et aux profits réalisés* »³. La Cour admet ainsi que la prise en compte du profit réalisé constitue bien un élément pertinent aux fins de la détermination de la sanction. Elle retient toutefois que la méthode de calcul de cet avantage économique et, en particulier, la date ou la période à prendre en considération relève bien du droit national⁴.

825. Les termes employés par l'arrêt sont toutefois essentiellement indicatifs et il ne paraît pas de ce fait que la solution actuellement retenue par la jurisprudence soit incompatible avec ceux-ci. Si l'avantage économique résultant d'une opération d'initié « *peut constituer un élément pertinent aux fins de la détermination de la sanction* », il ne le doit pas de manière nécessaire. Ainsi, l'existence d'un plafond en deçà duquel la sanction pécuniaire présente un caractère forfaitaire ne paraît pas en contradiction manifeste avec l'arrêt *Spector*. Cette analyse est aujourd'hui confirmée par la proposition de règlement, qui mentionne à son article 27 un ensemble de circonstances pertinentes pour déterminer la sanction applicable, parmi lesquelles figurent les gains obtenus et les pertes évitées, au point d), « *dans la mesure où ils peuvent être déterminés* ». C'est dire que l'appréciation en est délicate et suppose quoiqu'il arrive de s'appuyer sur d'autres critères au nombre desquels figurent à l'article 27 la gravité et la durée de l'infraction, le degré de responsabilité et l'assise financière de la personne en cause, son degré de coopération et les éventuelles infractions précédemment commises par elle.
826. La généralité de la notion d'avantage économique sur laquelle s'appuie l'arrêt *Spector* invitait en outre déjà à reconnaître une acception large à celle de profit. Celle-ci inclut en effet, après quelques incertitudes⁵, au sens de la commission des sanctions¹, soutenue par la Cour d'appel

¹ Dans sa communication du 20 septembre 2011, la Commission est venue rappeler la signification de cette triple exigence au titre de l'élaboration d'une politique pénale : « *l'efficacité suppose que la sanction convienne pour atteindre l'objectif souhaité, à savoir le respect des règles ; la proportionnalité suppose que la sanction soit en rapport avec la gravité du comportement ainsi qu'avec ses effets et qu'elle n'aille pas au-delà de ce qui est nécessaire pour réaliser l'objectif ; et la dissuasion suppose que les sanctions constituent un moyen adéquat pour décourager toute personne de commettre l'infraction en question* », *Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions – Vers une politique de l'UE en matière pénale : assurer une mise en œuvre efficace des politiques de l'UE au moyen du droit pénal*, COM(2011) 573 final, p. 9.

² Point 71.

³ Point 72.

⁴ Point 73.

⁵ Pour une décision antérieure de la Commission des sanctions ayant refusé d'assimiler la perte évitée à un profit, Décision de sanction AMF, 26 juin 2008 : *Bull. Joly Bourse*, 2008, p. 453, obs. E. DESEUZE.

de Paris², les pertes évitées par l'initié. Cette lecture, qu'a consacrée la chambre commerciale de la Cour de cassation dans le pourvoi rendu contre l'arrêt d'appel précité³, est aujourd'hui confirmée par l'introduction, à l'article 27, d) de la proposition de règlement qui inclut, au titre des circonstances pertinentes aux fins de la détermination de la sanction, l'importance des gains obtenus et des pertes évitées par la personne en cause.

L'indifférence aux effets des comportements répréhensibles n'est toutefois pas absolue car le dispositif comporte certains faits justificatifs fondés précisément sur les conséquences positives qu'ils peuvent avoir sur le marché.

B. La prise en compte des effets des comportements sur le marché : fait justificatif et exemptions

827. L'indifférence aux effets des comportements répréhensibles sur le marché n'est pas absolue. La logique de marché suppose un réalisme de la sanction. C'est en ceci qu'apparaissent avec le plus de clarté les effets de ce qui a été qualifié comme une morale artificielle des marchés financiers⁴. Les effets de certains comportements peuvent apparaître profitables au marché alors même qu'ils correspondent aux éléments constitutifs de certains abus de marché. Les différents faits justificatifs permettant de limiter le champ de la répression reposent ainsi sur le constat que la perturbation du marché envisagée en fonction de la seule définition des comportements réprimés peut être couverte dans certains cas par les bénéfices économiques qui en résultent. L'atteinte à la fonction prédictive de l'information apparaît ainsi compensée par les effets économiques positifs de certains actes qui autrement tomberaient sous le coup de la répression. Il convient ainsi de laisser de l'espace à l'évolution des pratiques des

¹ Décision de sanction AMF, 20 novembre 2008 : *RTDF* n° 1/2-2009, p. 214, note E. DESEUZE ; *RTDF* n° 4, 2009, p. 121, note B. GARRIGUES. Antérieurement, une décision avait été rendue en sens contraire par la commission des sanctions le 26 juin 2008, *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 463, obs. E. DESEUZE, préc.

² CA Paris, 24 novembre 2009, *RTDF* n° 4-2009, p. 122, note B. GARRIGUES. Le Conseil d'État précise toutefois que ne doivent être pris en compte que « les profits qui ont été personnellement appréhendés, à un titre ou un autre, par la personne sanctionnée », excluant ainsi ceux que l'intéressé a permis de réaliser à la société qu'elle dirige : CE, 6^{ème} et 1^{ère} sous-sections réunies, 15 mars 2006, n° 276375, *RTDF* n° 2-2006, p. 124, note N. RONTCHEVSKY ; dans le même sens, Crim. 14 juin 2006, préc.

³ Com., 8 février 11, n° 10-10965, *Frydman c/ AMF* : *Bull. Joly* 2011, p.591, note S. TORCK ; *Rev. soc.* 2011, p. 432, note E. DESEUZE ; *Bull. Joly Bourse* 2011, p.360, note N. RONTCHEVSKY, ayant retenu que « les termes « profits éventuellement réalisés » désignant, de manière suffisamment précise, les avantages économiques éventuellement retirés de l'opération, c'est à bon droit et sans se livrer à une interprétation extensive de l'article L.621-15 du code monétaire et financier que la cour d'appel a retenu que ces profits incluaient les pertes évitées ». Pour des réserves à l'encontre de cette analyse, la note précitée de E. DESEUZE, n° 18.

⁴ A. VIANDIER, « Observations sur le délit d'utilisation d'une information privilégiée », *Bull. Joly*, mars 1992, n° 1, p. 253, l'auteur relevant, à propos de la directive de 1989, que : « La croisade fut longue et difficile car les intérêts protégés – égalité des chances entre opérateurs en bourse, confiance dans le marché – participent d'une morale artificielle et non d'une morale naturelle comme la plupart des infractions de droit commun. Cependant, quelques originaux mis à part, tout le monde accepte aujourd'hui le principe d'une condamnation de l'exploitation d'une information privilégiée ».

opérateurs. À ce titre, le considérant 20 de la directive Abus de marché admet que des ordres constitutifs de manipulations de marché soient considérés comme légitimes s'ils sont conformes aux pratiques admises sur le marché¹. Ainsi, une exemption générale est prévue lorsqu'un « usage » des opérateurs est érigé au rang de pratique de marché admise selon la procédure appropriée permettant son acceptation par l'autorité compétente².

828. En outre, à cette clause générale, applicable selon une procédure conditionnant le passage de l'illégitimité d'une pratique vers sa légitimité, s'ajoutent d'autres faits justificatifs liés au constat de l'absence d'effet négatif de comportements répondant à la définition d'abus de marché. Ainsi en a-t-il été décidé par la jurisprudence à propos des manquements d'initié (1). Par ailleurs, un souci de précision dans la détermination des pratiques constitutives de manipulation de cours a conduit les instances européennes à autoriser, sous certaines conditions, des pratiques susceptibles d'avoir une incidence sur l'offre et la demande d'instruments financiers, en raison de leurs effets économiques positifs comme des nécessités de la politique économique des Etats membres (2).

1. Un fait justificatif prétorien en matière d'opérations d'initié ?

829. L'exigence d'égalité d'accès à l'information n'est pas absolue³. Elle doit être satisfaite autant qu'elle concourt au bon fonctionnement du marché. Ainsi, s'il apparaît que l'atteinte à l'égalité d'accès à l'information est compensée par les conséquences positives qui en résultent pour le marché, la répression perd sa raison d'être. Il s'agit là de l'un des enseignements à retenir de l'arrêt *Spector* déjà évoqué⁴, dans lequel la Cour de justice de l'Union européenne a procédé à une analyse téléologique du dispositif de répression administrative des manquements d'initié. Après avoir affirmé l'exigence incompressible d'un élément moral attaché à la définition de tout comportement en matière répressive, admettant ainsi que la personne poursuivie puisse apporter la preuve d'un motif ayant fondé sa décision, étranger à

¹ Selon l'article 1^{er}, 5) de la directive 2003/6/CE, les pratiques de marché admises sont celles qui sont « susceptibles d'être utilisées sur un ou plusieurs marchés financiers et qui sont acceptées par l'autorité compétente conformément aux orientations adoptées par la Commission selon la procédure prévue à l'article 17, paragraphe 2 ».

² Celle-ci résulte des articles 2 et 3 de la directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004, JOUE, 30.4.2004, L.162/70, qui ont été transposés en droit français aux articles 612-1 à 612-4 RG AMF. A ce jour, l'AMF a reconnu deux pratiques de marché admises. Il s'agit des contrats de liquidité (Décision AMF du 1^{er} octobre 2008) et de l'acquisition d'actions propres aux fins de conservation et de remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'opérations de croissance externe (Décision AMF du 22 mars 2005) : T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 511, p. 732.

³ J.-M. MOULIN, « Le principe d'égalité devant l'information dans le système répressif », *Bull. Joly Bourse*, mars 2000, p. 117, spéc., p. 122-123, en relation aux caractéristiques du marché boursier.

⁴ CJUE, 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group NV et a. c/ CBFA*, préc.

l'utilisation d'une information privilégiée, la Cour a entrepris de dégager une conception objective de ce qu'il faut entendre par utilisation induue de l'information privilégiée¹.

Cet arrêt recèle une ambiguïté fondamentale qui est source des difficultés actuellement rencontrées par la jurisprudence interne pour déterminer le champ de la répression des manquements d'initié. Il est ainsi nécessaire d'en évoquer le raisonnement d'ensemble pour cerner le problème d'interprétation qu'il soulève (a), pour comprendre ensuite les difficultés de mise en conformité de la jurisprudence interne qui en résultent (b), avant d'évoquer, enfin l'avenir de ce fait justificatif compte tenu de l'évolution prochaine du dispositif (c).

a. La distinction de la preuve du défaut d'élément moral et du fait justificatif dans l'arrêt *Spector*

830. On rappellera qu'en droit interne, l'exigence constitutionnelle de l'élément moral au titre des éléments constitutifs de l'infraction ne vaut que pour les actes pénalement sanctionnés². Ce principe, dont le législateur se fait l'écho, s'oppose à l'édiction de délits purement matériels. Or, les manquements administratifs ne constituent pas des infractions pénales couvertes par le principe évoqué. Ceux-ci peuvent-ils ne faire l'objet que d'une détermination purement objective, sur la seule base du comportement tenu par leur auteur, ou doivent-ils comporter un élément moral, même réduit, nécessaire à leur constitution ? Ainsi qu'on l'a observé, « [i]l est en principe considéré que l'élément moral est étranger à la notion de manquement administratif. Il s'agit en effet, a priori d'un manquement objectif résultant d'une transgression matérielle du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, abstraction faite de toute connotation morale »³.
831. Une telle présentation a été bouleversée par les précisions qui ont été apportées à cet égard par la Cour de justice de l'Union européenne dans l'arrêt *Spector*⁴. Il apparaît en effet que même pour les manquements administratifs, il existe bien un élément moral qu'on a pu qualifier d'

¹ Point 46 : « Il est donc nécessaire de distinguer les « utilisations d'une information privilégiée » qui sont susceptibles de porter atteinte à ces intérêts de celles qui ne le sont pas ».

² « Il résulte de l'article 9 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen, s'agissant des crimes et délits, que la culpabilité ne saurait résulter de la seule imputabilité matérielle d'actes pénalement sanctionnés ; en conséquence, et conformément aux dispositions combinées de l'article 9 précité et du principe de légalité des délits et des peines affirmé par l'article 8 de la même Déclaration, la définition d'une incrimination, en matière délictuelle, doit inclure, outre l'élément matériel de l'infraction, l'élément moral, intentionnel ou non, de celle-ci », Cons. Const., 16 juin 1999, n° 99-411 DC : JO 19 juin, p.9018 ; D. 1999, p. 589, note Y. MAYAUD ; *ibid.* 2000, Somm. 197, obs. S. SCIORTINO-BAYART.

³ A. LEPAGE, P. MAISTRE DU CHAMBON, R. SALOMON, *Droit pénal des affaires*, 2^e éd., Litec 2010, n°1052, p. 469.

⁴ CJUE, 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group NV et a. c/ CBFA : RDBF*, mars-avril 2010, comm. 80, T. BONNEAU ; *Rev. soc.* 2010, p. 325, note P.-H. CONAC ; *Bull. Joly Bourse*, mars 2010, p. 79, obs. B. GARRIGUES ; *Dr. sociétés*, mai 2010, comm. 96, R. MORTIER ; *Bull. Joly*, avril 2010, p. 346, note D. SCHMIDT ; *RSC* 2010, p. 156, obs. F. STASIAK ; *Europe*, févr. 2010, comm. 75, L. IDOT ; D. 2010, p. 2313, note J.-G. de TOCQUEVILLE ; *JCP G* 2010, I, 485, note B. ZABALA.

« embryonnaire »¹. Dans cette affaire², la juridiction belge de renvoi s'interrogeait sur les conditions dans lesquelles pouvait être caractérisée l'utilisation d'une information privilégiée visée à l'article 2, paragraphe 1, de la directive Abus de marché³. La Cour de justice a retenu que la notion d'utilisation d'une information privilégiée permet d'établir le manquement dès lors qu'est constaté qu'un initié primaire a réalisé une opération alors qu'il détenait une information privilégiée. Cette interprétation prend appui sur la proposition de directive et les arguments avancés pour supprimer l'expression « *en connaissance de cause* » et remplacer le terme « *exploitation* » par celui d' « *utilisation* », « *afin de ne conserver aucun élément de finalité ou d'intentionnalité dans la définition des opérations d'initiés* »⁴. La Cour en déduit que la disposition précitée « *définit de manière objective les opérations d'initiés sans que l'intention qui les inspire entre de manière explicite dans leur définition (...) afin de parvenir à une harmonisation uniforme du droit des Etats membres* »⁵. Cette interprétation répond à un objectif d'efficacité du dispositif qui « *serait atténuée s'il était conditionné à la recherche systématique d'un élément moral* »⁶.

832. Ce n'est pas à dire que le manquement soit purement objectif. En effet, la règle d'interprétation énoncée n'est pas une règle de fond mais une règle de preuve. La Cour précise en effet qu'il est seulement permis de « *présumer l'intention de l'auteur de cette opération* »⁷. Pour caractériser le manquement, il n'est point besoin d'établir que l'information privilégiée a été utilisée en connaissance de cause. Elle est présumée l'être et déduite de la matérialité du manquement⁸. L'intéressé est toutefois admis à apporter la preuve que l'acte litigieux a été réalisé sur une base autre que l'information privilégiée. Il en résulte que la Cour retient que le manquement comporte un élément subjectif dont l'existence fait l'objet d'une présomption fondée sur la qualité de l'intéressé. La solution a donc une portée essentiellement probatoire et repose sur la reconnaissance de la dimension morale du manquement d'initié réalisé par les initiés primaires⁹. La notion d'utilisation d'information

¹ A. LEPAGE, P. MAISTRE DU CHAMBON, R. SALOMON, *op. cit.*, n° 1052, p. 469.

² Pour un rappel des faits et de la procédure, la note de P.-H. CONAC, *Rev. soc.* 2010.325, n°2.

³ Points 21 et 23 et 30

⁴ Point 34. Comme l'observe un auteur, « la preuve du lien de causalité entre la détention de l'information et l'opération, c'est-à-dire de l'élément intentionnel, peut être difficile à établir et offre autant d'échappatoires que de raisons différentes pour avoir effectué une opération en bourse », P.-H. CONAC, *Rev. soc.* 2010.325, PAP, n°5

⁵ Point 35.

⁶ Point 37.

⁷ Point 38

⁸ Comme l'observe un auteur, « la Cour ne nie pas l'existence de l'élément moral. Ce dernier est simplement sous-jacent, et peut s'inférer directement de l'élément matériel de l'infraction », R. MORTIER, *Dr. sociétés*, mai 2010, comm. 96, p. 33 ; « L'élément intentionnel est au terme d'une présomption déduit des éléments matériels », B. ZABALA, *JCP G* 2010, I, 485.

⁹ Comme on l'a remarqué, « la Cour fait mention, à plusieurs reprises, de la définition objective du manquement. Mais cette formulation ne doit pas abuser. La Cour ne consacre pas, ce faisant, le caractère objectif du manquement. Elle prend simplement acte de la manière objectif dont est défini le manquement. On comprend bien la différence : si le manquement est objectif, aucun élément moral n'est requis, l'élément moral n'est pas constitutif de l'infraction ; si le manquement est « défini de manière objective », la définition ne fait pas apparaître « explicitement » l'élément moral, ce qui ne signifie pas pour autant que cet élément moral n'est pas constitutif de l'infraction », T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 499-2, p. 720.

privilégiée rejoint donc la détermination de l'élément moral du manquement qu'elle implique de façon objective bien qu'elle en soit distincte¹.

833. L'équilibre recherché entre preuve objective et composante subjective du manquement se fonde sur le respect de la présomption d'innocence en matière pénale, au sens de la jurisprudence élaborée par le Cour européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales. Par application de la définition que celle-ci donne de la notion de matière pénale qui résulte de l'article 6, paragraphe 1, de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, les abus de marché sont soumis à des sanctions qui doivent recevoir la qualification de sanction pénale². En conséquence, la présomption de responsabilité qui pèse sur l'initié ne peut être admise que si elle est simple³. Si l'intention n'est pas exigée pour établir l'existence de l'abus de marché, la preuve de son défaut par l'initié permet de la récuser.
834. L'ambiguïté fondamentale de l'arrêt réside dans les indications que fournit ensuite la Cour pour assurer l'effectivité de la possibilité du renversement de la présomption. La preuve du défaut d'intention attaché au manquement peut être apportée par l'intéressé compte tenu des finalités de la directive. Celui-ci peut en effet contester la responsabilité du fait du manquement en établissant qu'il a réalisé une opération sur un fondement différent de l'information privilégiée ou que son acte n'a pas porté atteinte au bon fonctionnement du marché. Le glissement s'opère au point 55 de l'arrêt, qui retient que, « *toutefois, afin de ne pas étendre la prohibition prévue à l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 au-delà de qui est approprié est nécessaire à la réalisation des objectifs poursuivis par cette directive, certaines situations peuvent requérir un examen approfondi des circonstances de fait permettant de s'assurer que l'utilisation de l'information privilégiée revêt effectivement le caractère indu que ladite directive vise à proscrire au nom de l'intégrité des marchés financiers et de la confiance des investisseurs* ». Après avoir donné des illustrations des situations visées en s'appuyant sur les considérants de la directive abus de marché⁴, la Cour conclut son raisonnement téléologique au point 61 en retenant que « *la question de savoir si un initié primaire qui détient une information privilégiée « utilise cette information » (...) doit être déterminée à la lumière de la finalité de la directive, qui consiste à protéger l'intégrité des marchés financiers et à renforcer la confiance des investisseurs, confiance qui repose, notamment, sur l'assurance qu'ils seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre*

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 499-2, p. 720 : « L'utilisation intègre un élément psychologique, l'action en conscience du caractère privilégié de l'information et, donc, de l'infraction ».

² Point 42.

³ Point 54 : « Il s'ensuit que le fait qu'un initié primaire qui détient une information privilégiée effectue une opération de marché sur les instruments financiers auxquels se rapporte cette information implique que cette personne a « utilisé cette information » au sens de l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6, sous réserve du respect des droits de la défense et, en particulier, du droit de pouvoir renverser cette présomption ».

⁴ Points 56 à 60.

l'utilisation indue d'informations privilégiées. Seule une utilisation contraire à cette finalité constitue une opération d'initié prohibée ».

835. Ce faisant, la Cour de justice de l'Union européenne forge un fait justificatif permettant d'admettre à quelles conditions l'utilisation d'une information peut échapper à la répression en ce qu'elle s'est avérée bénéfique au marché. On se bornera à citer la synthèse du raisonnement suivi par la Cour que font les professeurs Thierry BONNEAU et France DRUMMOND. Ils observent que « *[d]'une interprétation a contrario des principales propositions de la décision, il paraît résulter que ne sont pas constitutives d'utilisations indues d'une information privilégiée les utilisations dont les initiés n'ont tiré aucun profit (§48), ni aucun avantage économique (§49 et 52) au détriment des autres intervenants, et qui n'ont donc porté atteinte ni à l'intégrité des marchés financiers ni à la confiance des investisseurs (§52)* »¹. Outre sa dimension apparemment *contra legem* en ce que, prise au pied de la lettre, cette décision conduit à exclure la tentative du champ de la répression², la portée de cette décision n'est pas aisée à déterminer. Elle privilégie en effet une lecture purement téléologique du dispositif à l'interprétation stricte des textes répressifs.
836. La difficulté provient de ce que l'arrêt *Spector* établit deux modes d'exonération. L'un, de pur logique juridique, qui constitue la première partie de son raisonnement, autorise les personnes poursuivies au titre de la commission d'un abus de marché à apporter la preuve qu'elle n'avait pas conscience du caractère privilégié de l'information dont elles disposaient. Il ne s'agit d'ailleurs pas, à proprement parler, d'une cause d'exonération ou, plus couramment en matière répressive, d'un fait justificatif, mais d'un défaut d'élément constitutif de l'infraction. Il ne s'agit toutefois que d'un principe « *correcteur* », en complément d'un « *principe directeur* ». Le second mode d'exonération est en effet d'inspiration économique celui-là, selon lequel c'est à l'aune de la finalité de la directive que les comportements doivent être appréciés³. La Cour de justice admet retient ainsi en réalité deux procédés permettant d'exclure la responsabilité de l'initié tenant aux fondements de sa décision ou à ses effets sur le marché. L'initié est admis à prouver qu'il n'a pas utilisé l'information privilégiée d'une part, en ce que celle-ci n'a pas intégré les fondements de sa décision mais il peut aussi, et en cela réside l'apport de la lecture téléologique de la directive à laquelle procède la Cour, alléguer que son utilisation n'était pas indue. Dans la première hypothèse disparaît un élément constitutif du manquement et, dans la seconde seulement, un véritable fait justificatif permet à l'initié de se soustraire à sa responsabilité, par effet d'une sorte de « permission de la loi

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 498-5, p. 717.

² T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 498-5, p. 718. On rappellera que la tentative d'opération d'initié, qui fera l'objet d'une définition particulière selon l'article 7, paragraphe 2 de la proposition de règlement du 20 octobre 2011, était déjà expressément visée par l'article 2, paragraphe 1 de la directive « abus de marché ».

³ Selon l'analyse du professeur France DRUMMOND au 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, dont l'intervention peut être consultée sur le site de l'AMF à l'adresse suivante : http://www.amf-france.org/doculents/general/9729_1.pdf, p.11.

dégagée par la jurisprudence ». Il faut admettre que la notion d'utilisation induite suppose celle d'utilisation légitime, ce qui implique alors l'existence d'une véritable cause d'irresponsabilité.

837. L'analyse conduite par la Cour conduit ainsi à la reconnaissance d'une preuve libre, à la charge de l'initié par effet de la présomption contraire, relative à l'absence d'utilisation de l'information privilégiée, et d'une preuve liée, tenant non plus à l'absence mais à la légitimité d'une telle utilisation.

Il résulte de cette lecture téléologique du dispositif répressif des abus de marché, associée à la reconnaissance d'une présomption simple d'utilisation de l'information privilégiée par l'initié primaire, une disharmonie avec la jurisprudence interne.

b. La confusion de la jurisprudence interne

838. S'il existe en matière pénale certaines hypothèses légales dans lesquelles un fait justificatif repose sur les mobiles poursuivis par le prévenu, par exception au principe général d'indifférence de la répression aux mobiles¹, le fait justificatif retenu en matière de manquement d'initié résulte de la jurisprudence et non de la loi. La jurisprudence a ainsi admis l'existence d'un fait justificatif qui ne repose nullement sur la finalité de l'incrimination mais qui doit être déterminée à partir des mobiles de la personne poursuivie, résultant des contraintes auxquelles elle est soumise. Ce fait justificatif admis par la chambre commerciale est indifférent à l'effet du comportement sur le marché. La chambre commerciale a d'abord admis, dans un arrêt *Métrologie International* du 9 avril 1996, qu'il revient à la cour d'appel de « *rechercher si la cession de ses titres, par M. X..., avait été justifiée par un intérêt autre que personnel, alors que celui-ci soutenait que cette cession était intervenue dans le cadre d'un plan de restructuration du capital, décidé par le conseil d'administration de la société Métrologie international, en vue de libérer cette société de l'emprise de son actionnaire principal* »². Le fait justificatif est défini négativement comme un intérêt autre que personnel. Ce principe a fait l'objet d'applications ultérieures. Il a ainsi été admis que l'intérêt social est de nature à constituer un intérêt autre que personnel permettant d'exclure le comportement de l'orbite de la répression pénale³. Ce faisant, la

¹ Voir par exemple l'article 323-3-1 Cpén. dans le domaine des atteintes aux systèmes de traitement automatisé des données.

² Com., 9 avril 1996, pourvoi n° 94-11323, *Bull. civ.* IV 1996, n° 115, p. 96.

³ Pour rejeter le pourvoi, la chambre commerciale énonce que « l'arrêt ne retient pas qu'il résulte des procès verbaux des conseils d'administration de la société Métrologie International que la stratégie d'ouverture du capital à d'autres investisseurs, invoquée par M. X... pour justifier la vente de ses actions, ait été décidée ou même seulement envisagée et qu'il ne ressort pas de l'examen des explications fournies et des éléments produits, ni des témoignages recueillis, la preuve qu'il ait procédé à cette vente dans l'intérêt de la société et pour atteindre les objectifs que lui assignait sa stratégie sociale ; qu'en l'état de ces constatations dont il résulte qu'il

jurisprudence admet un fait justificatif prétorien qui évoque la figure de l'état de nécessité en matière pénale, au sens de l'article 122-7 du Code pénal¹. La justification qui résulte de la jurisprudence interne est appréciée du point de vue de l'auteur du comportement litigieux, indépendamment de ses répercussions sur le marché. En somme, la jurisprudence interne sanctionne l'exploitation de l'asymétrie d'information pour ce qu'elle traduit d'égoïsme et non à raison de son impact sur le bon fonctionnement général du marché. C'est davantage l'attitude psychologique de l'initié fondée sur l'exploitation de l'inégalité que les conséquences économiques de cette inégalité qui font l'objet d'une sanction.

839. La position des juridictions internes recèle alors une ambiguïté qui tient à l'indétermination du critère d'exonération retenu. Tient-il à un défaut d'élément moral du manquement ou un véritable fait justificatif? En dépit d'une évolution, cette différence d'approche résulte encore d'arrêts postérieurs à l'arrêt *Spector*. Tout d'abord, la jurisprudence récente de la chambre commerciale a substitué au critère d'un intérêt autre que personnel celui de « motif impérieux », résultant des décisions administratives et de la Cour d'appel de Paris². Ainsi, dans l'arrêt *Cyberdeck* déjà évoqué du 23 mars 2010³, la chambre commerciale devait répondre à un pourvoi selon lequel « *ne constitue pas un manquement d'initié l'utilisation d'une information privilégiée justifiée par un intérêt autre que personnel ; que tel est le cas lorsque la cession des titres d'une société permet de lever sans délai les fonds nécessaires à une opération d'augmentation de capital destinée à assurer la pérennité de cette société* ». Alors que la chambre commerciale avait là l'occasion de faire application du critère d'utilisation induite de l'information forgé par l'arrêt *Spector*, celle-ci retient que « *dès lors qu'est établie la matérialité du manquement défini par l'article 622-1 du règlement général de l'AMF, il appartient à la personne mise en cause à ce titre de démontrer que l'opération incriminée a été justifiée par un motif impérieux ; qu'ayant retenu, par motif expressément adopté que ne constituait pas un tel motif, la nécessité, invoquée par M. X..., d'obtenir des fonds pour pouvoir souscrire à l'augmentation du capital de la société Cyberdeck, la Cour d'appel, qui n'avait pas à procéder à d'autres recherches, a légalement justifié sa décision* ». Plus récemment, dans l'arrêt rendu dans l'affaire *Marionnaud*⁴, le pourvoi se fondait sur le

n'établissait pas avoir poursuivi un intérêt social, la cour d'appel a légalement justifié sa décision », Com., 5 octobre 1999, *aff. Haddad c/ Agent judiciaire du Trésor*, pourvoi n° 07-17090, *Bull. civ. IV*, n° 157, p. 132 : *JCP E* 2000, 32, note H. HOVASSE ; *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 38, note N. RONTCHEVSKY, rendu contre CA Paris, 13 mai 1999 : *Bull. Joly Bourse*, 1997, p. 629, note H. de VAUPLANE. Voir déjà, CA Paris, 2 avril 1997, *aff. Lesage c/ Agent judiciaire du Trésor* : *Bull. Joly Bourse* 1997, p. 611, note N. RONTCHEVSKY.

¹ « N'est pas pénalement responsable la personne qui, face à un danger actuel ou imminent qui menace elle-même, autrui ou un bien, accomplit un acte nécessaire à la sauvegarde de la personne ou du bien, sauf s'il y a disproportion entre les moyens employés et la gravité de la menace ». Sur ce fait justificatif, v. Y. MAYAUD, *op. cit.*, n° 425, p. 457.

² Voir les références citées par E. DESEUZE, *RTDF* n° 2-2010, p. 134, note 33.

³ Com., 23 mars 2010, arrêt *Cyberdeck*, pourvoi n° 09-11366 : *Banque & Droit*, n°131, mai-juin 2010, p. 29 ; *RTDF* n° 2-2010, p. 133, note E. DESEUZE ; *Dr. sociétés* n° 6, juin 2010, comm. 120, R. MORTIER.

⁴ Com., 8 février 2011, n°10-10965, *Frydman c/ AMF* : *Bull. Joly* 2011, p. 591, note S. TORCK ; *Rev. soc.* 2011, p. 432, note E. DESEUZE ; *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 360, note N. RONTCHEVSKY.

terrain des éléments constitutifs du manquement d'initié et alléguait que « l'existence d'un manquement d'initié suppose, outre une opération sur un marché par une personne disposant d'une information privilégiée, que la détention de l'information privilégiée ait déterminé la décision d'effectuer l'opération de marché en cause ; que si l'intention de l'auteur du manquement peut se déduire implicitement des éléments matériels constitutifs de l'infraction, cette présomption n'est qu'une présomption simple, qui peut être renversée par la preuve de ce que l'opération de marché a été décidée par son auteur pour d'autres motifs, et ce, quels que soient ces motifs, dès lors qu'ils sont établis ». Pour rejeter le pourvoi au motif que la Cour d'appel n'avait pas fait peser sur le demandeur une présomption irréfragable de culpabilité, faute pour celui-ci d'avoir démontré qu'il n'avait pas fait une exploitation indue de l'information privilégiée, la chambre commerciale se fonde sur le principe suivant : « dès lors qu'est établie la matérialité des faits constitutifs du manquement d'initié, il appartient à la personne mise en cause à ce titre de démontrer qu'elle n'a pas fait une exploitation indue de l'avantage que lui procurait la détention de l'information privilégiée ».

840. La confrontation de ces deux décisions indique une évolution. Dans l'arrêt *Cyberdeck*, le critère du motif impérieux invite à prendre en compte les circonstances qui s'imposent à l'auteur et déterminent sa décision. Dans l'arrêt *Marionnaud*, la référence à l'utilisation indue suppose la preuve de la légitimité de l'opération. Elles sont toutefois fondées, l'une comme l'autre, sur la détermination d'un motif d'exonération reposant sur le renversement de la présomption de culpabilité inférée de la matérialité du manquement. En cela, elles apparaissent toutes deux procéder à une confusion dans l'interprétation de la jurisprudence européenne qui distingue la preuve d'un défaut d'élément moral de l'utilisation légitime de l'information privilégiée.
841. En effet, dans la première espèce, si le caractère impérieux du motif suppose une appréciation objective dudit motif qui implique qu'il soit entendu restrictivement¹, il est toutefois déterminé en fonction des finalités poursuivies par l'initié et des moyens dont il dispose. Comme l'observe un commentateur, « [i]l est vraisemblable, à examiner la jurisprudence, que dès l'instant où la réalisation des opérations n'était pas la seule voie ouverte à l'initié pour faire face aux contraintes auxquelles il était confronté, le motif impérieux ne serait plus caractérisé »². Le fait justificatif forgé par l'arrêt *Spector* y semble tout au contraire parfaitement indifférent et ne s'intéresse qu'aux effets des comportements sur le marché. La lecture de la directive à laquelle procède la Cour de justice de l'Union européenne circonscrit les exigences de la répression en considération des nécessités de bon fonctionnement du

¹ CA Paris, 24 novembre 2009, arrêt *Frydman*, contre la Décision de sanction AMF, 20 novembre 2008 : *RTDF* n° 1/2-2009, p. 214, note E. DESEUZE ; *RTDF* n° 4, 2009, p. 121, note B. GARRIGUES, dans lequel La cour retient que « seules les opérations motivées par une impérieuse nécessité pourraient échapper à une sanction », non établie lorsque la décision du prévenu est « la résultante de ses choix personnels dans la gestion de ses affaires ».

² E. DESEUZE, *RTDF* n° 2-2010, p. 134-135, n° 7.

marché qu'elle établit selon une démarche systématique, en se référant aux considérants de la directive¹.

842. Dans la seconde espèce², la chambre commerciale s'appuie dans son attendu sur la notion d'exploitation induite de l'information privilégiée pour qualifier l'objet du renversement de la présomption de culpabilité déduite de la matérialité du manquement. C'est là procéder à une confusion dans la lecture de l'arrêt *Spector*. Celui-ci distingue nettement, répétons-le, la preuve d'un défaut d'utilisation, à laquelle est admise la personne en cause au titre du respect de la présomption d'innocence en matière répressive³, de l'utilisation contraire à la finalité de la directive évoquée au point 61 précité. Alors que le premier objet de preuve est subjectif et induit la disparition d'un élément constitutif du manquement, le second est objectif et suppose d'évaluer le comportement en cause à l'aune de ses répercussions aux fins de la préservation de l'intégrité du marché. Or, la première partie de l'attendu dans l'arrêt *Marionnaud* renvoie à la présomption d'élément moral découlant de l'élément matériel, alors que la seconde repose sur une cause d'exonération objective. En effet, si l'exonération repose sur la légitimité de l'utilisation de l'information privilégiée, c'est bien qu'il y a eu utilisation, à ce titre, que la dimension morale du manquement est présente ! Outre la preuve d'un défaut d'élément moral, l'arrêt *Spector* consacre bien une possibilité d'exonération liée aux conséquences de l'opération d'initié, alors même que l'information privilégiée a bien été utilisée. En effet, il s'agit de faire le départ entre la possibilité pour l'initié d'apporter la preuve du défaut d'élément moral, qui empêche d'appliquer la qualification de manquement à l'acte en cause, du fait justificatif, qui repose sur la prise en compte des conséquences du manquement pour exclure toute responsabilité. Comme on l'a souligné dans un commentaire de l'arrêt rendu dans l'affaire *Marionnaud*, « si le seul motif impérieux est de nature à exonérer l'initié, il n'était certainement pas utile de s'embarrasser d'une présomption ayant pour objet l'élément moral du manquement : il suffisait d'objectiver complètement ce dernier et d'en tempérer la rigueur par la référence à l'état de nécessité ou son succédané »⁴.

843. Alors qu'en droit interne, le fait justificatif opère de manière analogue à l'état de nécessité en raison du défaut de réprobation sociale attachée à l'acte, dans l'arrêt *Spector*, le fait justificatif procède non pas des circonstances du comportement de l'auteur mais de ses conséquences. En dépit de cette différence d'approche, les conditions – incertaines – d'admission d'un fait justificatif ne paraissent toutefois pas irréconciliables en pratique. En effet, il est difficile à concevoir que la chambre commerciale admette l'existence d'un motif impérieux au titre d'une utilisation légitime de l'information privilégiée lorsque l'opération d'initié n'a eu pour

¹ Considérants 18, 29 et 30 de la directive 2003/6/CE.

² Com. 8 février 2011, n° 10-10965, préc.

³ Point 44 de l'arrêt.

⁴ S. TORCK, note sous Com. 8 février 2011, n° 10-10965, *Frydman c/ AMF* : *Bull. Joly*, juill. 2011, p. 594, n° 14.

conséquence que de permettre à l'initié de dégager un profit au détriment des autres intervenants.

844. Il n'en reste pas moins que le fait justificatif prétorien forgé par la Cour de justice de l'Union européenne dans l'arrêt *Spector* se colore d'une dimension matérielle à la différence de celui qui résulte de la jurisprudence interne, limité au renversement de la présomption de culpabilité résultant de la matérialité du manquement. Un écart existe donc bien entre les deux conceptions car « *au-delà d'une motivation impérieuse à la réalisation des opérations, les opérations réalisées par l'initié pourraient également être justifiées si elles ne heurtent en rien l'égalité entre les investisseurs et la nécessaire protection de ces derniers contre les utilisations d'informations privilégiées* »¹. L'interprétation téléologique à laquelle invite la CJUE n'est ainsi nullement réductible à la recherche d'un motif impérieux², contrairement à ce que retient l'arrêt *Cyberdeck*. En outre, elle n'a pas pour objet le renversement de la présomption de dimension morale du manquement, contrairement à ce qu'indique l'arrêt *Marionnaud*. À cet égard, il apparaît clairement que l'approche systématique de la protection du marché à laquelle répond le dispositif communautaire, pose des problèmes de mise en œuvre par les juridictions internes qui définissent les faits justificatifs pour les manquements administratifs par une sorte d'analogie implicite avec la matière pénale, en considération non des effets du comportement, mais de l'absence de réprobation sociale attachée à la conduite de l'agent.
845. En tout état de cause, les réponses de la chambre commerciale doivent être adaptées à la question posée. Lorsque le pourvoi proposé porte sur le renversement de la présomption de responsabilité, l'examen doit être limité au fait de savoir s'il a été relevé par les juges du fond que l'information privilégiée n'a pas constitué l'un des fondements de la décision de l'initié. En revanche, si est avancée une utilisation légitime de l'information privilégiée, voie certainement plus fructueuse sur le terrain de la preuve pour les demandeurs, la chambre commerciale pourra utilement s'appuyer sur les exemples donnés aux points 56 et suivants de l'arrêt *Spector*. En somme, la notion de motif impérieux conduit à mélanger de manière regrettable le caractère légitime de l'utilisation de l'information privilégiée avec son absence d'utilisation. Son abandon définitif résultera peut-être de pourvois moins soucieux de s'inscrire dans le sillage de la jurisprudence interne et plus attentifs à la jurisprudence

¹ E. DESEUZE, *RTDF* n° 2-2010, p.135, n° 8.

² En ce sens, S. TORCK, note sous Com. 8 févr.2011, n° 10-10965, *Frydman c/ AMF* : *Bull. Joly*, juill. 2011, p. 596, n° 27: « La notion de motif impérieux n'est pas conforme à la jurisprudence *Spector* au point que dans la plupart des hypothèses, elle interdit, injustement, à l'initié de démontrer qu'il ne s'est pas avantage indûment ; dans les cas où, comme en la présente espèce, afin d'administrer cette preuve, l'initié ne pourra pas faire l'économie de la démonstration qu'il n'a pas pu agir autrement, le respect de la jurisprudence *Spector* implique que le fait que les circonstances pouvant impliquer cette impérieuse nécessité relèvent de considérations personnelles à l'initié soient définitivement jugées indifférentes. A défaut, les personnes poursuivies persisteront (...) à estimer que la présomption qui pèse sur eux est une présomption irréfragable et que le régime de responsabilité auquel ils sont soumis est un régime de responsabilité de plein droit. »

européenne, comme l'avait été celui des demandeurs dans l'arrêt *Marionnaud*, avec toutefois le succès que l'on sait...

c. L'avenir du fait justificatif

846. Cet avenir du fait justificatif forgé dans l'arrêt *Spector* est incertain. Si le raisonnement qui le sous-tend conserve toute sa pertinence à l'égard de la proposition de règlement, celle-ci ne fait aucune référence aux effets du comportement en cause au titre de la détermination des opérations d'initiés. Elle se borne à exclure de la qualification deux types d'hypothèses.
847. En premier lieu, au sens de l'article 7, paragraphe 7, une personne morale ne réalise pas une opération d'initié lorsqu'elle est partie à une transaction dont le principe n'a pu être décidé ou influencé que par des personnes qui ne disposaient pas d'informations privilégiées, du fait des mesures mises en place par la personne morale à cet effet. Il s'agit ici de délimiter subjectivement l'opération d'initié, en considération des personnes physiques qui agissent au nom de la personne morale. Dès lors que la décision prise par la personne morale n'a pu, en aucune manière, être influencée par une personne détenant une information privilégiée, elle n'a nullement pu en faire usage, au sens du paragraphe 1 de l'article 7. En somme, cette précision, de bon sens, ne s'imposait sans doute pas tant aux fins de la détermination du manquement, du fait de l'absence de ses éléments constitutifs en pareille hypothèse, que comme une incitation adressée aux personnes morales à mettre en place l'ensemble des mécanismes appropriés permettant de prévenir les opérations d'initiés pour leur compte¹.
848. En second lieu, à l'instar de ce que prévoit l'article 2, paragraphe 3, de la directive Abus de marché, l'article 7, paragraphe 8, de la proposition exclut du champ des opérations d'initiés les transactions « effectuées pour assurer l'exécution d'une obligation d'acquisition ou de cession d'instruments financiers devenue exigible, lorsque cette obligation résulte d'une convention conclue, ou consiste à satisfaire à une obligation légale ou réglementaire née avant que la personne concernée ne détienne des informations privilégiées ». La satisfaction à une obligation légale ou réglementaire a été ajoutée par la proposition mais la logique sous-jacente reste la même. Dès lors que, dans son principe, l'obligation était née antérieurement à la détention d'informations privilégiées, son exécution ne procède pas d'un usage de l'information privilégiée.
849. Nulle trace, donc, d'une prise en compte des effets du comportement au titre de la définition des opérations d'initié dans le futur dispositif. Une telle considération ne saurait toutefois suffire à conclure à la mise à l'écart du raisonnement tenu dans l'arrêt *Spector*. La

¹ On pense aux règles qui s'imposent aux émetteurs au titre de la prévention des abus de marché au nombre desquelles figure l'établissement de listes d'initiés exigé par l'article L.621-18-4 COMOFI, v. T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 448-1, p. 648.

jurisprudence ultérieure permettra de le déterminer, accompagnée, sans doute, d'indications futures des régulateurs nationaux et européen quant aux hypothèses dans lesquelles l'utilisation de l'information privilégiée apparaît effectivement légitime.

Cette prise en compte des effets du comportement sur le marché explique également l'admission et la définition des faits justificatifs consacrés par le dispositif pour les programmes de rachat d'actions, les mesures de stabilisation d'instruments financiers et celles qui tiennent à la politique économique.

2. Les dérogations fondées sur les effets économiques de certaines pratiques et les nécessités de la politique économique

850. Le considérant 33 de la directive Abus de marché énonce que « *dans certaines circonstances, la stabilisation d'instruments financiers ou les opérations sur actions propres dans le cadre de programmes de rachat peuvent se justifier par des raisons économiques et elles ne devraient donc pas être assimilées, en tant que telles, à des abus de marché. Il convient d'élaborer des normes communes fournissant des orientations concrètes en la matière* »¹. À ce titre, l'article 8 de la directive dispose que les interdictions qu'elle énonce ne s'applique pas auxdites pratiques, sous réserve que ces opérations s'effectuent conformément à des mesures d'exécution² qui furent adoptées par le règlement (CE) n° 2273/2003 de la commission du 22 décembre 2003³. Le règlement général AMF opère par renvoi aux dispositions du règlement dans ses articles 631-5 à 631-10, au sein d'une section intitulée « *exemptions* », qui traite des interventions des émetteurs sur leurs propres titres, puis de la stabilisation d'un instrument financier⁴. En outre, l'article 7 de la directive Abus de marché soustrait au champ d'application des prohibitions des abus de marché les opérations effectuées pour des raisons qui relèvent de la politique monétaire, de change ou de gestion de la dette publique par un État membre, par le système européen des banques centrales, par une banque centrale nationale, par tout autre organisme officiellement désigné ou par toute autre personne agissant pour leur compte.
851. Dans la continuité du dispositif existant, la proposition de règlement exclut du champ d'application des prohibitions des abus de marché les programmes de rachat d'actions et les mesures de stabilisation aux paragraphes 1 et 2 de son article 3, le paragraphe 3 de la même

¹ La substance en est reprise au considérant 9 de la proposition de règlement du 20 octobre 2011.

² Selon la procédure énoncée à l'article 17, paragraphe 2, de la directive 2003/6/CE.

³ Portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers, JOUE, 23.12.2003, L.336/33.

⁴ Dont le régime est analysé par un auteur comme une conjugaison de ce droit commun que constitue le droit des sociétés avec la réglementation de marché, caractéristique du droit des marchés financiers, B. ZABALA, « La stabilisation d'instruments financiers », *Bull. Joly Bourse*, juill. 2007, p. 448, n° 4.

disposition remettant à la Commission l'adoption d'actes délégués destinés à en préciser les conditions, ce qui devrait conduire à l'abrogation du règlement (CE) n° 2273/2003 précité. L'article 4 exclut quant à lui du champ d'application de la proposition les activités se rapportant à la politique monétaire, à la gestion de la dette publique et à la politique sur le climat. La proposition de directive du 20 octobre 2011 soustrait également, de façon cohérente, du champ de la répression pénale imposée aux États, les mêmes hypothèses, à son article premier, paragraphe 2.

852. Le parti pris consiste donc à soustraire de la répression éventuelle au titre de la manipulation de cours, certaines opérations en raison des effets économiques positifs qui leur sont prêtées ou des nécessités de politique économique auxquelles elles peuvent répondre. A la différence du fait justificatif prétorien, l'analyse des pratiques soumises à exemption est abstraite et permet d'instituer une permission de la loi en la matière¹ répondant à des critères précis en fonction d'une analyse téléologique. Il résulte du considérant 3 du règlement (CE) n° 2273/2003 que « *les exemptions prévues par le présent règlement ne couvrent que les comportements qui sont liés directement à l'objectif des activités de rachat et de stabilisation* ». Ces deux exemptions ne sont ainsi définies qu'en fonction de buts particuliers, à raison des effets positifs qui leur sont prêtés et dans le respect de la bonne information du marché.
853. L'article 2, 7) du règlement définit la stabilisation comme « *tout achat ou offre d'achat de valeurs concernées, ou toute opération portant sur des instruments associés équivalents, réalisé par des entreprises d'investissement ou des établissements de crédit dans le contexte d'une distribution significative de telles valeurs, dans le seul but de soutenir leur prix sur le marché pendant une durée prédéterminée en raison d'une pression à la vente s'exerçant sur elles* ». L'exemption repose sur la mise en œuvre d'un procédé, au service d'un certain but. Le soutien du prix de certaines valeurs est présenté par le préambule du règlement comme allant de l'intérêt des émetteurs comme des investisseurs qui souscriraient à une opération de stabilisation car, au sens du considérant 11, celle-ci « *peut ainsi contribuer à renforcer la confiance des investisseurs et des émetteurs dans les marchés financiers* ».
854. Selon l'article 3 du règlement, les programmes de rachat² ne peuvent avoir pour objectif que « *de réduire le capital d'un émetteur (en valeur ou en nombre d'actions) ou de lui permettre d'honorer des obligations liées : a) à des titres de créances convertibles en titres de propriété ; b) à des programmes d'options sur actions ou autres allocations d'actions aux salariés de l'émetteur ou d'une entreprise associée* ». Le respect de tels objectifs est rappelé

¹ On rappellera qu'en matière pénale, l'article 122-4, al. 1^{er} Cpén. énonce comme fait justificatif que « n'est pas pénalement responsable la personne qui accomplit un acte prescrit ou autorisé par des dispositions législatives ou réglementaires ».

² Ils sont définis comme des opérations sur actions propres effectuées conformément aux articles 19 à 24 de la directive 77/91/CEE du Conseil par l'article 2, 3) du règlement (CE) n° 2273/2003 comme par la proposition de règlement, à son article 5, 12).

au niveau du règlement général AMF dont l'article 631-5, alinéa 2, dispose que « *les titres acquis dans le cadre du 1^o font l'objet d'une affectation immédiate par objectif et ne peuvent être réaffectés à d'autres objectifs que ceux prévus par le règlement n° 2273/2003 susmentionné* »².

855. Cette légitimation des pratiques en cause en fonction des buts particuliers auxquels elles doivent répondre suppose qu'elles fassent l'objet d'une information exhaustive du marché³. Outre leurs effets intrinsèquement positifs, l'exemption est accordée à la condition que, contrairement aux manipulations de cours, elles n'apparaissent pas comme des facteurs occultes de déstabilisation de l'offre et de la demande. Il en va de même des activités relatives à la politique économique des États, qui répondent à des considérations d'intérêt général qui ne sauraient ainsi être soumises aux contraintes ordinaires de fonctionnement du marché.

Le régime des abus de marché est plus souple et finalisé au développement des activités économiques sur les marchés d'instruments financiers. Cela explique la nécessité d'instrumentaliser la répression aux buts poursuivis. Le droit des instruments financiers délimite le champ d'application de la répression par la prise en compte des effets parfois positifs de certaines pratiques sur le marché comme des nécessités de la politique économique, en assurant autant que possible l'information du public.

856. **Synthèse** - Les abus de marché assurent à l'information la fiabilité nécessaire à la réalisation de sa fonction prédictive. Sa fiabilité suppose son identité pour l'ensemble des investisseurs et sa correspondance à la réalité économique sous-jacente. Les abus de marché concourent donc à assurer au public des conditions de prise de décision à partir d'une information publique exhaustive, qui corresponde aux fluctuations de valeur résultant de la seule rencontre de l'offre et de la demande.

Après avoir mis en lumière cet équilibre instable sur lequel repose le dispositif entre leur définition formelle et la prise en compte de leurs effets économiques au titre de certains faits justificatifs, on peut mieux saisir les difficultés liées à la détermination des conséquences indemnitaires des abus de marché dans le cadre d'une action en responsabilité civile.

¹ L'exemption s'applique aux opérations effectuées par un émetteur sur ses propres titres dans le cadre de programmes de rachat dès lors que ces opérations « sont effectuées conformément aux dispositions du règlement (CE) n° 2273/2003 de la Commission européenne du 22 décembre 2003 », aux termes de l'article 631-5, 1° RG AMF.

² Sur la rigidité résultant de l'exigence d'affectation des titres à un objectif, F. DRUMMOND, P. GISSINGER, S. TATAR, H. ISRAEL, « Le rachat d'actions », *Actes Pratiques Sociétés*, sept.-oct.2005, spéc. n° 26 et s., p. 10.

³ Article 4, paragraphe 2 à 4, et article 9 du règlement (CE) n° 2273/2003, respectivement applicables aux programmes de rachat et à la stabilisation.

SECTION II : La préservation des qualités générales de l'information par le recours à la responsabilité civile

857. Afin d'assurer l'égalité d'accès à l'information et son intégrité, la discipline juridique des abus de marché présente un double appareil de sanctions, destiné à assurer l'effectivité des obligations d'abstention imposées à l'ensemble des intervenants sur les marchés d'instruments financiers. De nombreuses interrogations existent, relatives à la mise en œuvre des mécanismes de la responsabilité civile au soutien de ce lourd appareil répressif. Le professeur PIETRANCOSTA observe ainsi qu'en la matière, « *l'intérêt général prime l'intérêt particulier* », « *l'impératif répressif occulte et finalement écrase l'impératif indemnitaire* »¹. Ainsi, l'une des lacunes essentielles du dispositif actuel réside dans l'absence de règles précises permettant d'établir à quelles conditions les investisseurs peuvent obtenir réparation du préjudice causé par un abus de marché². Les réflexions menées par le régulateur dans un rapport du 25 janvier 2011 relativement à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs ont d'ailleurs essentiellement conduit à privilégier des pistes d'amélioration du règlement amiable des litiges³, compte tenu des difficultés constatées dans le cadre d'une action en responsabilité dans les instances aussi bien civiles et commerciales que pénales⁴.
858. La souplesse et la « *neutralité* »⁵ des règles de la responsabilité civile de droit commun n'ont pas conduit à l'élaboration de principes clairs en la matière. La raison tient principalement aux caractères des règles de la responsabilité civile telle qu'elle est définie par le Code civil. La

¹ A. PIETRANCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* n° 3, 2007, p. 21. En ce sens, l'affirmation couramment citée pour rendre compte de « l'approche particulière de la morale boursière par le législateur », selon laquelle « l'objectif est patent : protéger l'activité et non les acteurs ; l'investissement et non les investisseurs ; l'épargne et non les épargnants », C. SONNTAG, « Préjudices et sanctions des infractions d'initiés : approche juridique et économique », in *L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe*, dir. B. DEFFAINS et F. STASIAK, L.G.D.J., p. 111 ; F. MARTIN LAPRADE, « La politique de sanction du régulateur : répression ou réparation ? », *Bull. Joly Bourse* n° spécial, déc. 2009, p. 439.

² D. MARTIN, « Quelques réformes souhaitables de la directive abus de marché », *RTDF* n° 2, 2010, p. 33-34.

³ *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs* du Groupe de travail présidé par J. DELMAS-MARSALET et M. RACT-MADOUX, 25 janvier 2011, point 2.1 et s., p. 11.

⁴ *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs* du Groupe de travail présidé par J. DELMAS-MARSALET et M. RACT-MADOUX, 25 janvier 2011. Selon ce rapport, l'indemnisation du préjudice subi par les investisseurs est rendue délicate devant les juridictions civiles et commerciales en raison des difficultés résultant de la répartition de la charge de la preuve comme du coût élevé de la procédure (point 1.2.1, p.6-7). Ce sont ces mêmes inconvénients qui conduisent ainsi les épargnants à se tourner vers les juridictions répressives pour bénéficier du recours à des experts et se fonder sur les preuves recherchées par le ministère public. Le rapport met ainsi en lumière un risque d'instrumentalisation du recours au juge répressif, doublé d'une ineffectivité du droit à réparation lorsque le fait générateur ne constitue pas une infraction pénale (point 1.2.2, p.7-8).

⁵ C. ARSOUZE et P. LEDOUX, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *Bull. Joly Bourse*, juill. 2006, p. 406 : « Les conditions de mise en jeu de la responsabilité civile des émetteurs et de leurs dirigeants sont en effet définies par la loi avec neutralité – c'est-à-dire sans considération du déséquilibre existant entre les investisseurs d'une part, et les émetteurs, leurs dirigeants et les divers professionnels intervenant dans les opérations d'appel public à l'épargne, d'autre part ».

réparation du dommage est une exigence qui suppose sa détermination arithmétique sur une base individuelle pour limiter l'indemnisation de la victime aux conséquences réellement subies. Cette finalité indemnitaire est réalisée selon l'hypothèse d'une relation bilatérale entre auteur et victime du dommage.

859. Or, les problèmes soulevés par la responsabilité en matière d'infractions économiques sont tout autres. En effet, « *par construction – les abus de marché ne font pas de victimes aisément identifiables sur une base individuelle. C'est d'ailleurs le caractère collectif du préjudice en résultant qui a justifié leur incrimination pénale : il s'agissait en effet davantage pour le juge de réprimer une atteinte à l'ordre public que de réparer le dommage causé à tel ou tel investisseur, à supposer même qu'on puisse l'isoler dans la masse anonyme des opérateurs boursiers* »¹.
860. Au choix de politique législative ayant consisté à préférer l'instauration d'un système de répression à la détermination des conditions de mise en œuvre d'un droit à réparation s'ajoute des difficultés techniques². Si, en l'état actuel de la jurisprudence, il apparaît que les abus de marché peuvent, dans leur ensemble, constituer des faits générateurs de responsabilité civile, cette admission de principe de l'exercice du droit à réparation soulève des interrogations. Comme on l'a observé, « *encore convient-il de distinguer entre les délits boursiers considérés, tant il est vrai que certains d'entre eux se montrent a priori plus réfractaires que d'autres à la réparation civile* »³. C'est là poser le problème, au-delà de la finalité répressive à même de fonder l'unité catégorielle des abus de marché, de la pluralité de leurs effets sur le marché au plan indemnitaire. La réalité de l'atteinte à la fonction prédictive de l'information ne se heurte pas aux mêmes difficultés de détermination en relation aux manipulations de marché, d'une part, et aux opérations d'initiés, d'autre part. L'affaire *Sidel*⁴ est emblématique à cet égard. Le préjudice résultant de la fausseté d'une information est admis, alors que celui qui dérive de la connaissance de la fausseté de l'information, qui reçoit la qualification d'information privilégiée, est rejeté comme insuffisamment caractérisé.
861. C'est ici que se révèle toute la difficulté qu'engendrent les abus de marché comme faits générateurs de responsabilité, organisés autour de la protection du cours de bourse. Si les manipulations de marché ont pour effet redouté la modification du cours de bourse, il n'en va pas de même pour les opérations d'initiés qui tendent au contraire à favoriser la publication de l'information privilégiée comme condition de licéité des opérations réalisées par les initiés.

¹ F. MARTIN LAPRADE, « La politique de sanction du régulateur : répression ou réparation ? », *Bull. Joly Bourse* n° spécial, déc. 2009, p. 439.

² Le *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs* du Groupe de travail présidé par J. DELMAS-MARSALET et M. RACT-MADOUX, du 25 janvier 2011 tend, pour remédier aux difficultés constatées, à assurer la prise en compte par le régulateur de l'objectif d'indemnisation des victimes dans ses procédures internes (point 2.2) comme la participation de l'AMF aux instances judiciaires pour résoudre les difficultés liées aux demandes d'indemnisation (point 2.3).

³ A. PIETRANCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », préc., p. 22.

⁴ Cf. *infra*, n° 868 et s.

Les opérations d'initiés prohibées imposent une obligation d'abstention précisément en raison de l'absence de l'intégration de l'information privilégiée au cours de bourse. Ainsi, le cours de l'instrument financier ne constitue pas un indicateur également pertinent pour préciser les conséquences patrimoniales constitutives d'un préjudice qui résultent d'un abus de marché.

862. Il en résulte que, en dépit de l'unité des abus de marché comme catégorie répressive, « *la diversité des manquements n'autorise pas une réflexion à portée générale* »¹ relative à leurs conséquences préjudiciables. Soulignant les différences qui existent entre les manipulations de marché et les opérations d'initiés au plan de la détermination de leurs conséquences indemnitaires, des qualifications permettant d'en rendre compte ont été avancées dans un travail d'ensemble. Alors que les manipulations de marché se présentent comme des fautes boursières par désinformation, génératrices de préjudices par désinformation, les opérations d'initiés sont des fautes boursières par information, source de préjudice par information².

À partir de cette hypothèse d'une différence entre les deux types d'opérations au plan de leurs conséquences indemnitaires, il convient d'examiner séparément les préjudices réparables causés par des manipulations de marché (§1) et par les opérations d'initiés (§2)³

§1. Les préjudices découlant d'une atteinte à l'intégrité de l'information du marché

863. La recevabilité de l'action civile de tiers au titre du préjudice causé par la faute de dirigeants par publication d'un bilan inexact a été admise il y a maintenant une vingtaine d'années⁴. Si la

¹ P. CLERMONTTEL, *op. cit.*, n° 675, p. 443.

² N. SPITZ, *La réparation des préjudices boursiers*, préf. A. PIETRANCOSTA, Revue Banque édition, 2010, n° 327, p. 206-207.

³ Par souci de cohérence, la réflexion se limitera aux conséquences indemnitaires que peuvent entraîner, d'un point de vue théorique, les perturbations du marché occasionnées par les différents abus de marché. L'analyse qui suit n'a donc pas vocation à étudier dans le détail l'exercice des actions en réparation, sous l'angle de ses conditions procédurales, ou même de la détermination de ses auteurs. Un auteur introduit son analyse du problème de l'indemnisation liée à l'information dans les termes suivants : « compte tenu de la diversité des analyses proposées, plusieurs distinctions permettraient de traiter le sujet (par exemple, selon l'infraction considérée, selon le régime pénal ou civil de la responsabilité, selon la qualification du préjudice considéré etc.). Nous avons choisi de distinguer selon la qualité de la victime en analysant succinctement la société et le préjudice social (Section I) et l'actionnaire et le préjudice personnel (Section 2) », P. CLERMONTTEL, *op. cit.*, n° 675, p. 444 et les développements qui suivent, spéc., concernant l'exercice collectif de l'action individuelle de l'actionnaire et la question de la *class action*, n° 713 et s., p. 467. La solution étant désormais admise, il ne sera pas non plus consacré de développements à la possibilité d'admettre un préjudice individuel aux actionnaires qui soit distinct du préjudice social. Sur cette question, A. PIETRANCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », préc., p. 26.

⁴ Crim., 5 novembre 1991, pourvoi n° 90-82.605, *Bull. crim.*, n° 394 : aff. *Société industrielle et financière Bertin*, *Rev. soc.* 1992, p. 91, note B. BOULOC ; *D.* 1992.IR.13. Pour casser l'arrêt de la chambre d'accusation ayant déclaré irrecevable la constitution de partie civile de la requérante, la chambre criminelle avait retenu, au visa des articles 2 et 3 du Code de procédure pénale, que « la SIFB faisait état de ce que le bilan qu'elle critiquait avait servi de base à l'évaluation des actions qu'elle était sur le point d'acheter », par application du principe également retenu en matière de délit d'initié selon lequel « pour qu'une constitution de partie civile soit recevable devant la juridiction d'instruction, il suffit que les circonstances sur lesquelles elle s'appuie permettent

société peut elle-même être victime d'une fausse information la concernant¹, cette hypothèse ne fait pas en soi difficulté au plan du préjudice indemnisable².

864. La question est plus délicate concernant le préjudice subi par les investisseurs. L'analyse des conséquences indemnitaires d'une atteinte à l'intégrité de l'information du marché se pose dans les mêmes termes pour les infractions d'informations fausses ou trompeuses et de manipulation de cours. Ces deux infractions envoient au marché un signal susceptible de perturber l'analyse du contexte de marché par les investisseurs et ainsi la formation des cours³. La différence tient au procédé et non au résultat. Dans le premier cas, le signal est constitué par une information qui ne correspond pas à la réalité ; dans le second, il provient de l'expression des conséquences sur les cours de décisions d'investissement qui ne sont motivés par aucune justification économique autre que la perturbation desdits cours. Dès lors, le droit à réparation peut être admis à partir d'une vérification semblable du lien de causalité, dont la rigueur doit conduire à une définition étendue du préjudice réparable. Il est toutefois délicat d'envisager séparément la définition et la preuve du lien de causalité d'un côté et la détermination du préjudice indemnisable de l'autre. Quoique formellement séparées au titre des conditions de la responsabilité, les exigences du préjudice et du lien de causalité sont étroitement liées pour déterminer l'étendue de la réparation⁴. En droit des instruments financiers plus encore que dans d'autres domaines, c'est essentiellement la question du caractère direct du préjudice allégué par le demandeur, qui « *n'est qu'une des faces d'un autre problème (...) : celui de la relation de causalité entre le fait dommageable et le dommage* »⁵. C'est pourquoi l'étude ne s'articulera pas en envisageant de manière distincte les différentes conditions de la responsabilité que sont préjudice et lien de causalité, lorsque le fait générateur est constitué par un abus de marché.

On s'attachera plutôt à établir les hypothèses dans lesquelles un droit à réparation doit être admis (A) pour entreprendre de qualifier ensuite le préjudice indemnisable (B).

au juge d'admettre comme possible l'existence du préjudice allégué et la relation directe de celui-ci avec une infraction à la loi pénale ».

¹ A. PIETRANCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », préc., p. 24.

² Le préjudice invoqué est un préjudice moral qui, dans l'affaire *Sidel*, s'est élevé à un euro et n'a pas été caractérisé dans l'affaire *Regina Rubens* : v. A. PIETRANCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », préc., p. 24.

³ Comp. N. SPITZ, *op. cit.*, n° 328, p. 209 : « Tous les préjudices boursiers par désinformation ont en commun la diffusion directe ou indirecte d'informations qui s'avèrent fausses ou sans fondement économique ou financier. Cette désinformation engendre une altération des cours de bourse auxquels les transactions boursières sont réalisées ou sur la base desquels des décisions d'investissement ou de conservation sont prises ».

⁴ G. MARTY, « La relation de cause à effet comme condition de la responsabilité civile », *RTD civ.* 1939, p. 686, n° 1 : « la causalité ne se présente pas seulement sous l'aspect d'une condition de la responsabilité : considérée à un autre point de vue, elle intervient pour déterminer l'étendue de la réparation ; car le responsable n'est tenu de réparer le préjudice que dans la mesure où le fait (faute ou non faute) dont il répond peut être réputé avoir causé ce dommage ».

⁵ F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 703, p. 718 : « Nul doute que les réflexions relatives à l'existence de ce lien [de causalité] et à celle du caractère direct du dommage se rejoignent ».

A. Du préjudice d'action au préjudice d'abstention : extension du préjudice indemnisable et relâchement du lien de causalité

865. De façon abstraite, les décisions d'investissement peuvent toutes être reconduites à l'alternative entre un acte d'acquisition ou de cession d'instruments financiers et une abstention, consistant pour l'investisseur à avoir conservé ses titres, voir à s'être abstenu d'investir. Peuvent ainsi être distingués les comportements constitués par des actes positifs et des actes négatifs, qui tous deux sont de nature à causer un préjudice à l'investisseur lorsqu'ils sont fondés sur les signaux inexacts ou trompeurs envoyés au marché par l'auteur d'une manipulation de marché. Ainsi, « [à] première vue, il y a préjudice toutes les fois qu'une fausse information amène un investisseur à prendre une position contraire à celle qu'il aurait prise s'il avait disposé d'une exacte information. Concrètement, un investisseur anticipe (à tort) d'une information excessivement optimiste une forte croissance des résultats et une valorisation consécutive des titres, ce qui le pousse, au minimum, à conserver ses titres, au pire, à en acquérir de nouveaux. À l'inverse une information exagérément pessimiste peut indûment provoquer la vente des titres »¹.

Convient-il de n'indemniser que les investisseurs qui ont réalisé des opérations sur le marché en raison ou à l'occasion de la diffusion d'une information fautive ou trompeuse sur le marché ou faut-il étendre la reconnaissance du préjudice au fait d'avoir simplement conservé des titres ? Seront ainsi évoqués en premier lieu les préjudices d'action, liés à la réalisation d'une opération sur instruments financiers (1) et les préjudices d'abstention, consécutifs au refus de réaliser une telle opération (2)².

1. Les préjudices d'action par acquisition ou de cession d'instruments financiers

866. Les décisions d'investissement qui fondent une action en responsabilité répondent à une alternative. Tantôt un investisseur acquiert des titres financiers sur la foi d'informations exagérément optimistes, tantôt il les cède en considération d'informations erronées excessivement pessimistes³. La reconnaissance d'un droit à réparation des actionnaires ayant fondé leur décision sur des informations fausses ou trompeuses suppose établie la preuve d'un

¹ V. MAGNIER, « Information boursière et préjudice des investisseurs », *D.* 2008, p. 558.

² Comp. N. SPITZ, *op. cit.*, distinguant, au sein des préjudices de décision, les préjudices de décision, au sens strict, et les préjudices d'abstention, qui en constituent la face négative : « Les préjudices de décision comprennent tout d'abord toutes les opérations effectivement et matériellement réalisées sur la base de la faute boursière par désinformation : achat ou vente », n° 384, p. 238 ; « De manière négative, les préjudices de décision devraient inclure toutes les opérations qui n'ont pas été matériellement réalisées du fait de la faute boursière par désinformation : conservation (abstention de vendre) ou abstention d'acheter », n° 386, p. 239.

³ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 529, p. 753-754.

lien de causalité entre la faute et le préjudice, soit en l'occurrence entre la fausse information et la décision qui en est résulté pour l'investisseur. C'est sur cette base d'une acception stricte du lien de causalité que la jurisprudence a dans un premier temps retenu que seul constitué un préjudice indemnisable le fait d'avoir acheté ou cédé des titres sur la base d'informations fausses ou trompeuses.

867. Le premier arrêt rendu par la chambre criminelle de la Cour de cassation dans l'affaire *Société générale de Fonderie* le 15 mars 1993¹ avait paru exclure du préjudice réparable les pertes résultant de la baisse du cours pour des actions acquises antérieurement à la diffusion de fausses informations. Le pourvoi adressé à la chambre criminelle affirmait que « *la décision d'acheter implique nécessairement celle de conserver les titres déjà en portefeuille, de telle sorte que les deux décisions sont indivisibles, la cause déterminante de l'achat des actions étant également celle de conserver lesdites actions déjà en portefeuille* », mais aussi que, par la diffusion de fausses informations, les prévenus « *ont sciemment pris le risque d'inciter les actionnaires à conserver leurs titres et par là spécialement, ont, en connaissance de cause, affecté la libre faculté de jugement de [l'actionnaire] qui, sans cela, aurait pu vendre les valeurs en cause à moindre risque* ». La chambre criminelle avait rejeté le pourvoi en des termes d'où ne résultait pas de manière explicite le caractère indemnisable de la seule acquisition des titres. Elle avait simplement retenu que « *seul le préjudice né de la différence de cours est certain et découle directement de l'infraction* ». Cet arrêt de rejet paraît ainsi avoir dénié, sans toutefois l'exprimer clairement, « *le caractère certain du préjudice qui serait attaché aux actions acquises avant la période de diffusion des fausses informations* »². Une telle analyse est certainement exacte davantage en considération du pourvoi que des motifs de rejet adoptés par la chambre criminelle. La position de la chambre criminelle n'était pas pour autant évidente tant elle semblait s'en être remise aux appréciations souveraines des juges du fond dans l'appréciation du préjudice.

Une évolution s'est en tout cas fait jour dans la jurisprudence qui admet aujourd'hui que la conservation d'instruments financiers fondée sur une fausse information puisse constituer un préjudice indemnisable.

¹ Crim., 15 mars 1993, pourvoi n° 92-82263, *Bull. crim.*, n° 113, p. 280 : *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 365, note M. JEANTIN ; *Rev. soc.* 1993, p. 847, note B. BOULOC ; *Dr. sociétés*, sept. 1993, comm. 13, obs. H. HOVASSE ; *Banque & Droit*, n° 32, nov.-déc. 1993, p. 22-24.

² C. CLERC, « La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations », *RTDF* n° 1, 2007, n° 10, p. 33.

2. Les préjudices d'abstention par conservation d'instruments financiers

868. Ce sont peut-être les critiques dont l'arrêt SGF a fait l'objet qui ont conduit les juges du fond à adopter par la suite une solution différente¹. Dans l'affaire *Sidel*, le tribunal correctionnel² puis la Cour d'appel de Paris³ ont accordé un droit à réparation aux actionnaires ayant eu accès à des bilans qui amélioraient la présentation des résultats de l'entreprise et ses prévisions de développements. Approuvés par la Cour d'appel, les juges de première instance avaient en effet retenu que « *les actionnaires ont subi, en l'espèce, un préjudice résultant de la perte d'une chance en achetant ou en conservant une action dont les perspectives prometteuses étaient manifestement surévaluées. Leur liberté de choix a été faussée et un préjudice direct leur a ainsi été causé* »⁴. À ce titre, le préjudice indemnisable n'était pas simplement constitué par la baisse du cours postérieure à l'achat de titres effectués sur la base des informations erronées, mais également par la conservation desdits titres. Cette solution a également été consacrée par la chambre commerciale de la Cour de cassation dans un arrêt du 9 mars 2010⁵.
869. Cet élargissement du domaine du préjudice indemnisable ne doit pas être accueilli sans réserve. Des critiques lui ont été adressées dans son principe comme dans sa mise en œuvre. Au plan du principe même de la réparation du préjudice d'abstention, des auteurs remarquent que « *la diffusion d'une information exacte se serait, par hypothèse, traduite par une baisse du cours de l'action, de sorte que l'actionnaire concerné aurait, en toute hypothèse, cédé ses titres dans des conditions défavorables* »⁶. Un tel argument ne tient à notre sens qu'aux fins

¹ Comme l'observait l'un des commentateurs de l'arrêt SGF, « s'il est certain qu'il appartient aux juges du fond d'apprécier souverainement l'indemnisation due à la victime d'un délit, ils doivent cependant assurer une indemnisation intégrale, laquelle, dans le cas présent, était facile à déterminer, puisqu'elle résultait de la différence entre le prix d'achat des actions et le cours, soit de réalisation, soit du jour le plus proche de la révélation de la situation catastrophique de la société », B. BOULOC, *Rev. soc.* 1993, p. 858.

² T. Corr. Paris, 11^e ch., 1^{ère} Sect., 12 septembre 2006, n° 0018992026 : *Bull. Joly Bourse*, janv. 2007, p. 37, note E. DESEUZE ; *D.* 2006, p.2522, note D. SCHMIDT ; *Rev. soc.* 2007, p. 102, note J.-J. DAIGRE ; *RTDF* n° 3 - 2006, p. 162, note E. DESEUZE ; A. DETHOMAS, M. AUBERT, « La recevabilité renforcée de l'action civile des actionnaires », *RLDA*, mai 2007, p. 76. Déjà, en ce sens, T. Corr. Paris, 11^e ch., 27 février 1998, M. P. c/ D. et autres, *RTD com.* 1998, p. 640, obs. N. RONTCEVSKY et, du même auteur, *Bull. Joly* 1998, p. 925 et en appel, CA Paris, 9^e ch., 8 oct.1999, *Juris-Data*, n° 1999-024560.

³ CA Paris, 9^{ème} ch. Section B, 31 octobre 2008, *Bull. Joly Bourse*, janvier 2009, p. 28, note E. DESEUZE ; *RTDF* n° 4 - 2008, p. 137, note E. DESEUZE. La chambre criminelle n'a opéré qu'une cassation partielle de l'arrêt de la Cour d'appel, fondée sur une insuffisance de motivation en relation à la recevabilité de l'action civile par certains des demandeurs, sans remettre en cause les analyses par ailleurs suivies par les juges du fond : *Crim.*, 18 novembre 2009, pourvoi n° 08-88078, non publié au bulletin.

⁴ Dans l'arrêt précité du 31 octobre 2008, la Cour d'appel de Paris avait pour sa part retenu que les informations trompeuses en cause avaient « toutes concouru à fausser la perception par les investisseurs de la situation réelle de l'entreprise ».

⁵ Com., 9 mars 2010, pourvois n° 08-21547 et 08-21793, *Juris-Data* numéro 2010-001500, affaire *Gaudriot* : N. SPITZ, « La réparation des préjudices boursiers par désinformation devant la Cour de cassation : commentaire de l'arrêt de la chambre commerciale du 9 mars 2010 », *RTDF* n° 2-2010, p. 60 ; *RTDF* n° 2-2010, p. 129, note N. RONTCEVSKY, *JCP E* 2010, 1483, note S. SCHILLER ; *Bull. Joly* juin 2010, p. 537, obs. D. SCHMIDT.

⁶ C. ARSOUZE, P. LEDOUX, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *Bull. Joly Bourse*, juill. 2006, p. 408, n° 11.

de la détermination du préjudice, et non à son admission de principe. La rectification d'une information excessivement optimiste par une information exacte plus pessimiste peut engendrer un effet d'annonce entraînant une baisse de cours supérieure à celle qui serait advenue sans la fausseté de l'information initiale.

870. Il faut toutefois convenir qu'au stade de sa détermination, le préjudice d'abstention soulève des difficultés. En effet, « *le lien entre l'infraction commise et le préjudice est alors moins certain que dans l'hypothèse d'une acquisition de titres sur la base d'informations trompeuses puisqu'il faut se convaincre que l'actionnaire aurait nécessairement cédé ses titres s'il n'avait pas été abusé par cette information trompeuse* »¹. En somme, il faut établir la certitude du préjudice allégué. Or, « *[s]i l'investisseur choisit de conserver ses titres après la diffusion [de l'information rectificative], sa décision relèvera d'une initiative éclairée. Il pourra ainsi les conserver suffisamment longtemps pour voir la valeur de ses actions remonter, une fois la confiance rétablie. Aucune perte ne sera plus directement imputable à l'information dont la teneur a été rectifiée* »².
871. Une telle solution doit être approuvée dès lors qu'est apportée la preuve du lien de causalité entre la décision de conserver les titres et le caractère erroné des informations en cause. Il n'existe en effet pas de raison déterminante d'exclure l'indemnisation des conséquences dommageables d'une décision prise sur la foi d'informations trompeuses. De telles conséquences peuvent en effet présenter les caractères d'un préjudice réparable si elles sont certaines, personnelles et directes. Or, les juges du fond n'ont pas manqué de relever de tels caractères³. Le conditionnement réciproque entre l'information disponible et la décision d'investissement permet d'admettre un lien de causalité entre la fausse information et la décision de conserver les titres. La fausse information a fait perdre aux investisseurs « *une chance d'arbitrer leur investissement en connaissance de cause* »⁴. Dans son principe, la solution est opportune en ce qu'elle étend le droit à réparation aux victimes par omission. En effet, compte tenu de sa dimension prédictive, l'information disponible fonde des décisions. Elle concourt donc tant à l'investissement qu'au désinvestissement. Inscrit dans la durée, le choix d'investissement perdure en fonction de l'information disponible et l'information périodique comme permanente ont pour objet de permettre la modification des choix d'investissements dans le temps. Dès lors, il convient d'admettre qu'une information inexacte a pu déterminer en tout ou en partie un investisseur à conserver des titres qu'une information non viciée l'eût conduit à aliéner⁵. Un tel raisonnement est, en outre, parfaitement

¹ *Idem*, n°11.

² V. MAGNIER, « Information boursière et préjudice des investisseurs », *D.* 2008, p.558.

³ Selon la Cour d'appel, « le préjudice direct et personnel ainsi subi par les actionnaires, en achetant ou en conservant une action aux perspectives prometteuses surévaluées, est distinct de celui subi par la société elle-même », CA Paris., 20 nov. 2007, JurisData numéro 2007-351121.

⁴ Note J.-J. DAIGRE *Rev. soc.* 2007, p. 116, n° 5, sous T. Corr. Paris, 11^e ch., 1^{ère} Sect., 12 septembre 2006.

⁵ Ne restent donc hors des victimes que les personnes n'ayant ni acquis ni détenus des titres pendant la période sensible au cours de laquelle l'infraction a pu produire ses effets. Certes, admettre que les personnes qui se

transposable aux conséquences d'une manipulation de cours, susceptible, selon son importance, de fausser la liberté de choix des investisseurs.

872. Ainsi qu'il a été exposé, les actes de diffusion d'informations fausses ou trompeuses comme de manipulations de cours peuvent être à l'origine de décisions d'investissement qui se résument à l'alternative entre réalisation d'une opération d'acquisition ou de cession et refus d'investir. Il n'est, à notre sens, pas lieu de distinguer entre ces situations pour admettre le principe d'un droit à réparation de l'investisseur, dès lors qu'ont été suffisamment établis les caractères du dommage en relation avec le signal trompeur envoyé au marché par suite de l'abus de marché en cause. Il convient toutefois d'étudier la qualification donnée au préjudice indemnisable reconnu à l'investisseur.

B. Qualification et étendue du préjudice indemnisable : la question de la perte de chance

873. Une atteinte à l'intégrité de l'information véhiculée par le marché ne doit pas conduire à admettre le préjudice sans le strict respect des conditions de mise en œuvre de la responsabilité civile de son auteur. À ce titre, la dimension préventive des abus de marché, dont la définition n'inclut pas de manière nécessaire des répercussions sur les cours, implique qu'ils peuvent être sanctionnés à défaut de toute conséquence sur l'état du marché et la rencontre de l'offre et de la demande. En outre, il convient d'examiner en quoi elles ont été la cause directe du dommage subi par les demandeurs en réparation, que les infractions d'information fausse ou trompeuse ou de manipulation de cours aient eu ou non des répercussions sur le marché.

874. Selon une surprenante évolution, les critiques à l'arrêt SGF fondées sur l'absence de reconnaissance d'un droit à réparation des préjudices d'abstention ont conduit la jurisprudence à modifier la définition du préjudice réparable pour admettre plus largement le droit à réparation, la faute d'information se trouvant ainsi à l'origine d'un « *préjudice de nature particulière* »¹. Le principe du droit à réparation s'est élargi de manière inversement

seraient abstenu d'investir en raison d'une information fausse conduirait peut-être à rendre le droit français plus généreux que d'autres systèmes juridiques (v. A. PIETRANCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* n° 3-2007, p. 26, n° 13), mais au détriment d'une insécurité juridique qui viderait totalement le droit de la responsabilité de toute prévisibilité du fait de la dilatation des victimes possibles qui en résulterait.

¹ V. MAGNIER, « Information boursière et préjudice des investisseurs », *D.* 2008, p. 560, qui affirme que « la faute d'information se révèle être constitutive d'un préjudice de nature particulière. Celle-ci semble d'ailleurs pouvoir être précisée eu égard aux objectifs poursuivis par les investisseurs. Qu'il s'agisse de constituer une épargne pour des besoins divers, d'utiliser ces titres comme garantie en vue de l'obtention d'un crédit, voire de spéculer sur les marchés boursiers, on ne peut nier que ces opérations ont pour point commun de répondre toutes à un choix propre à l'investisseur, d'ordre économique, celui de gérer au mieux un patrimoine ».

proportionnelle à son étendue. Le levier de politique juridictionnelle a consisté en l'occurrence en un assouplissement du lien de causalité.

875. Cette exigence traditionnelle d'un lien de causalité entre la faute et le dommage pose à la fois un problème logique et un problème de preuve. Il faut en effet définir le rapport de causalité exigé puis déterminer de quelle façon celui-ci peut être établi au cas d'espèce. Ces interrogations ne présentent pas d'originalité particulière. À cet égard, le raisonnement indemnitaire ne présente pas de spécificité au plan de son fait générateur lorsqu'il s'agit de l'infraction d'information fausse ou trompeuse par rapport à tout défaut d'information sanctionné civilement lié aux obligations des émetteurs déjà évoquées. En revanche, le caractère occulte du procédé de manipulation de cours lui confère une spécificité qu'il convient d'étudier séparément.

C'est essentiellement à l'égard des délits et manquements d'informations fausses ou trompeuses que des difficultés sont apparues quant à la définition et l'étendue du préjudice indemnisable. Ainsi, cette exigence doit être étudiée et précisée par rapport à l'infraction d'information fausse ou trompeuse d'une part (1) et de manipulation de cours de l'autre (2).

1. Analyse du préjudice causé par des informations fausses ou trompeuses

876. Quel est le préjudice subi par l'investisseur lorsque sont répandues dans le public des informations fausses ou trompeuses ? D'un point de vue théorique, une distinction a été proposée entre les préjudices de décision et les préjudices de condition. Cette distinction déjà évoquée¹ suppose que certaines fautes de désinformation ont déterminé la prise de décision d'un investisseur alors que d'autres ont simplement altéré les conditions de fonctionnement du marché. En somme, la distinction repose sur « *la prise en compte ou non de l'effet que la faute boursière a pu avoir sur le comportement de la victime* »².
877. Se fondant sur une telle distinction, le même auteur considère que la détermination du préjudice comme une perte de chance serait inutilement réductrice du préjudice de décision et méconnaîtrait l'éventuelle existence d'un préjudice de condition³. En effet, il conviendrait d'opérer une distinction selon la nature de la décision en cause. Les préjudices liés à une décision d'investissement doivent être constitués « *par l'intégralité des conséquences négatives liées à cette décision* »⁴. En revanche, pour ce qui concerne les abstentions

¹ Cf. n° 409 et s., les développements consacrés à la responsabilité des prestataires de services d'investissement.

² N. SPITZ, *La réparation des préjudices boursiers*, préf. A. PIETRANCOSTA, Revue Banque édition, 2010, n° 336, p. 212.

³ N. SPITZ, « La réparation des préjudices boursiers par désinformation devant la Cour de cassation : commentaire de l'arrêt de la chambre commerciale du 9 mars 2010 », *RTDF* n° 2-2010, p. 69-70.

⁴ N. SPITZ, *op. cit.*, n° 384, p. 238.

consécutives à une faute boursière par désinformation, « [l]a difficulté de rapporter la preuve des motifs d'une abstention est telle que les préjudices d'abstention ne devraient se rencontrer en pratique que sous la forme d'une perte de chance »¹. Ainsi, la perte de chance ne devrait être utilisée qu'aux fins de la qualification des préjudices d'abstention, pour des raisons essentiellement pratiques. Elle serait ainsi un préjudice « postulé », pour remédier à l'incertitude relative au lien de causalité entre la faute et le dommage.

878. Une telle conclusion n'apparaît pas pleinement rigoureuse parce qu'elle fait dépendre la qualification du préjudice des difficultés qu'il y a à en apporter la preuve. Elle constitue ainsi de prime abord une analyse fautive de la perte de chance couramment dénoncée, consistant à confondre la perte de chance avec un préjudice incertain². En outre, elle postule qu'il est aisé de démontrer le lien de causalité avec le préjudice de décision ayant consisté à acquérir ou à céder des titres. Soumettre l'existence d'un droit à réparation intégrale à une telle prémisse paraît à tout le moins hasardeux. Il n'en reste pas moins que la détermination du préjudice indemnisable est délicate à cerner.

L'analyse de la solution actuellement dominante en jurisprudence consistant à indemniser l'investisseur de la perte de chance de n'avoir pas pu réaliser une décision d'investissement fondée sur une information exacte n'est pas à l'abri de la critique au plan de sa rigueur juridique (a). Elle paraît toutefois adaptée aux objectifs de politique juridictionnelle qui la sous-tendent et doit ainsi être approuvée en opportunité (b).

a. Le manque de rigueur de la qualification

879. Le fait de retenir pour préjudice indemnisable la perte de chance par l'investisseur de réaliser un investissement plus profitable a une double signification. Positive d'une part, car elle suppose que le préjudice ainsi défini présente les caractères indispensables à la qualification de la perte de chance comme préjudice. Négative d'autre part, en ce qu'elle exclut la réunion des conditions de la responsabilité quant à l'intégralité des pertes résultant de la décision d'investissement.
880. Selon les principes du droit de la responsabilité, le préjudice doit être certain, personnel, direct et légitime³. La réparation doit-elle se limiter aux préjudices subis par les investisseurs

¹ N. SPITZ, *op. cit.*, n° 386, p. 239.

² « S'il peut identifier au moins une perte de chance dans les faits de l'espèce, le juge s'en saisit alors comme l'expression providentielle d'un rapport indubitable de cause à effet entre la faute de la banque et le préjudice invoqué par le demandeur. Or, c'est là que gît l'erreur de raisonnement. Car la perte de chance n'a aucune vertu causale », D. MARTIN, « De la causalité dans la responsabilité civile du prêteur », *Banque & Droit*, n° 68, nov.-déc. 1999, p. 7.

³ F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 698 et s., p. 712, n'inculquant pas, au titre des caractères du préjudice le caractère personnel ; P. MALAURIE, L. AYNÈS, P. STOFFEL-MUNCK, *op. cit.*, n° 241, p. 132,

ayant acquis ou cédé des titres sur la foi des informations fausses ou trompeuses, ou faut-il l'étendre aux investisseurs qui auraient pris la décision de conserver des titres sur cette base ? La jurisprudence s'oriente aujourd'hui dans la seconde voie, en retenant comme préjudice indemnisable la « perte d'une chance » de n'avoir pas pu prendre une décision d'investissement plus judicieuse sur la base d'une information exacte.

881. La chambre commerciale a récemment consacré cette solution dans un arrêt du 9 mars 2010¹. Dans cet affaire², la chambre commerciale s'oppose frontalement à l'analyse retenue en appel selon laquelle « *le préjudice des actionnaires de la société ne s'analyse pas en la perte d'une chance d'investir ailleurs leurs économies dès lors qu'il est, en réalité, au minimum de l'investissement réalisé ensuite des informations tronquées portées à leur connaissance* ». Au visa de l'article L.225-252 du Code de commerce, la Cour de cassation casse l'arrêt d'appel en vertu du principe selon lequel « *celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre au public au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses sur la situation de la société émettrice perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réaliser* ».
882. Cette solution ne résiste toutefois pas à la critique au plan de la technique juridique. Les imperfections de la qualification retenue sont d'ordre tant théorique que pratique.
883. Au plan théorique tout d'abord, des objections décisives ont été adressées au recours à la perte de chance au sujet de la jurisprudence sur l'obligation d'information. Comme cela a déjà été évoqué dans la première partie de ce travail, le fait de se fonder sur la conduite probable du créancier dans l'hypothèse où il aurait bénéficié d'une information non viciée pour reconnaître une indemnisation fondée sur la perte de chance, revient en réalité à remédier à l'incertitude relative à l'établissement du lien de causalité entre les pertes éprouvées et l'inexécution de l'obligation. Ce constat est tout à fait opératoire transposé dans le domaine délictuel, la victime étant, *a posteriori* envisagée comme la créancière d'une information exacte dont le défaut a pu avoir une incidence sur sa décision d'investissement. La doctrine a ainsi pu estimer qu'il y a « *une grave dérive lorsque l'on utilise la notion de perte d'une chance pour tenir compte du fait que si le créancier avait connu l'information, il n'aurait peut-être pas modifié son comportement* »³. Ces critiques ont déjà été évoquées et n'ont pas besoin d'être davantage développées ici. Notons simplement qu'elles sont de nature à

n'évoquant pas l'exigence de légitimité du dommage ; pour une présentation articulée autour de la distinction entre l'existence et le caractère personnel du dommage, G. VINEY, P. JOURDAIN, *op. cit.*, p. 11.

¹ Com. 9 mars 2010, pourvois n° 08-21547 et 08-21793, Juris-Data numéro 2010-001500, affaire *Gaudriot*, préc.

² Sur le versant administratif de l'affaire, N. SPITZ, « La réparation des préjudices boursiers par désinformation devant la Cour de cassation : commentaire de l'arrêt de la chambre commerciale du 9 mars 2010 », *RTDF* n° 2-2010, p. 62 ; Décision de sanction AMF, *Gaudriot*, 26 octobre 2006 : *RDBF*, juill. 2007, p. 31, note A.-C. MULLER ; CA Paris, 1^{ère} ch., 20 novembre 2007, Juris-Data numéro 2007-351121 ; Com., 18 nov. 2008, pourvoi n° 08-10246, inédit : *Dr. sociétés* n°7 juill. 2009, p. 25, note T. BONNEAU ; *RJDA* n° 3, mars 2009, p. 151, note R. SALOMON ; *RTDF* n° 4-2008, p. 141, note B. GARRIGUES ; *Banque & Droit* n°123, janv. 2009, p. 27, note H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS, J.-P. BORNET.

³ M. FABRE-MAGNAN, *op. cit.*, n° 605, p. 482.

invalider la proposition évoquée plus haut, consistant à indemniser un investisseur sur le fondement de la perte de chance lorsque la conservation de ses titres est à l'origine du préjudice. S'il est plus difficile de démontrer que l'information fautive ou trompeuse a conduit à une abstention de la part d'un investisseur plutôt qu'à réaliser un achat ou une cession, il ne rentre pas dans la définition du préjudice d'assouplir le lien de causalité. Or, c'est précisément ce à quoi conduit une telle position. La perte de chance doit être certaine, dit-on. Il revient donc à l'investisseur d'apporter la preuve que sa décision de conserver les titres n'a été motivée que par l'information fautive ou trompeuse constitutive du fait générateur. Cette preuve, qui porte sur le lien de causalité entre le fait générateur et le préjudice n'est, en définitive, pas facilitée en soi par le recours à la perte de chance.

On a fait valoir, à l'encontre de la décision précitée de la chambre commerciale dans l'affaire *Gaudriot* qu'elle ne reconnaît pas le préjudice de conditions¹. L'indemnisation fondée sur le préjudice de conditions permettrait à l'actionnaire d'« être remis dans la situation dans laquelle les transactions boursières qu'il a réalisées l'auraient été à un cours déterminé par un marché boursier en bon état de fonctionnement »². L'approche objective³ que traduit le préjudice de conditions n'est toutefois pas moins hypothétique que celle retenue avec les préjudices de décisions. Elle conduit simplement à placer le jugement de probabilité sur les mouvements du marché et non plus sur la décision de l'investisseur. Or, l'évaluation de l'impact de l'information sur les cours selon un pronostic réalisé *a posteriori* ne présente pas une certitude évidente.

884. Bien que moins pertinentes que l'objection relative à l'utilisation de la perte de chance comme substitut causal, les dernières critiques que nous avons évoquées sont intéressantes car elles posent le problème non plus de la détermination mais de la quantification du préjudice lorsque l'on le définit comme la perte d'une chance. Au plan pratique en effet, il paraît difficile de déterminer le montant du préjudice constitué par la perte d'une chance. Cette notion laisse une grande liberté aux juges du fond du fait que la perte de chance n'est jamais qu'une fraction de la perte subie⁴. Oui mais quelle fraction ? À ce titre, une étude de la jurisprudence a mis en lumière le désordre apparent des solutions rendues⁵. Alors que l'indemnisation apparaît forfaitaire dans l'affaire *Sidel*, l'évaluation de la perte de chance a conduit à distinguer la situation de différents groupes d'actionnaires dans le temps, dans

¹ N. SPITZ, « La réparation des préjudices boursiers par désinformation devant la Cour de cassation : commentaire de l'arrêt de la chambre commerciale du 9 mars 2010 », note préc., p. 70, n° 32.

² *Idem*, p. 70, n° 33

³ *Ibid.*

⁴ On sait en effet que, selon une jurisprudence constante, l'indemnisation « doit être mesurée à la chance perdue et ne peut être égale à l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle s'était réalisée » : Civ. 1^{ère}, 16 juillet 1998 : *Bull. civ.* I, n° 260 ; *D. Affaires* 1998, p. 1530, obs. S. P. ; *JCP G* 1998, II, 10143, note R. MARTIN.

⁵ C. CLERC, « La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations », *RTDF* n° 1-2007, p. 31.

l'affaire *Flammarion*¹. Si la méthode apparaît plus rigoureuse dans le second arrêt que dans le premier, il faut convenir que le recours à une méthode forfaitaire paraît « à la vérité difficilement évitable, bien que contraire au dogme »².

885. Il n'est par ailleurs pas évident que la jurisprudence gagne en lisibilité et en prévisibilité à se voir imposer par la Cour de cassation les distinctions proposées en doctrine selon que l'actionnaire a payé trop cher en conservant ou vendant ses titres, perdu une chance de vendre moins cher la fausse information ayant été ou non déterminante...³ Si un ajustement des méthodes de quantification du préjudice indemnisable au titre de la perte d'une chance est souhaitable, il est tout à fait excessif d'affirmer que « [d]errière la méthode proposée par la Cour de cassation se profile en réalité une évaluation arbitraire, injuste et inopportune »⁴. En effet, le choix de la perte de chance comme substitut au lien causal à partir d'un raisonnement hypothétique répond à l'analyse faite du pragmatisme des juges dans la détermination du lien de causalité : « Pour choisir la théorie qu'il appliquera, le juge est guidé par des considérations non seulement logiques mais aussi utilitaristes (...) et peut-être surtout par des considérations morales, tirées du comportement de l'auteur de la faute comme de la victime et du type de dommage à réparer »⁵.

En la matière, les actions en réparation sont fondées sur un préjudice dont la source intellectuelle empêche la vérification exacte. Il résulte en effet tant de la volonté du législateur que du processus intellectuel d'anticipation que les facteurs conduisant à fonder une décision d'investissement sont en concours permanent. À ce titre, le recours à la perte de chance, envisagé comme un refus d'indemnisation intégrale, est une solution de nature à modérer le contentieux tout en facilitant la reconnaissance d'un droit à réparation. Elle doit donc être approuvée en opportunité.

b. L'opportunité de la qualification

886. En dépit de ses imperfections logiques et des incertitudes qu'elle engendre⁶ pour les juges du fond dans la quantification du préjudice, la notion de perte de chance constitue en la matière

¹ CA Paris, 26 septembre 2003, *Soulier et autres c/ Flammarion et autres* : *Bull. Joly Bourse*, janv. 2004, p. 43, note DESEUZE ; *JCP E* 2004, p. 771, note G. de VRIES ; *Droit et Patr.*, nov. 2004, p. 93, note D. PORACCHIA ; *Bull. Joly*, janv. 2004, p.84, note J.-J. DAIGRE.

² A. PIETRANCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* n° 3-2007, p. 27, n° 15.

³ C. CLERC, « La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations », *RTDF* n° 1-2007, p. 31 et s.

⁴ N. SPITZ, « La réparation des préjudices boursiers par désinformation devant la Cour de cassation : commentaire de l'arrêt de la chambre commerciale du 9 mars 2010 », *RTDF* n° 2-2010, p. 70.

⁵ P. MALAURIE, L. AYNÈS, P. STOFFEL-MUNCK, *op. cit.*, n° 96, p. 47.

⁶ D. LEDOUBLE, « Perte de chance : pour sortir des formules creuses », *RTDF* n°1/2 – 2011, p. 87 : « Non seulement, la formule retenue par la Cour de cassation s'éloigne de ses propres principes, mais encore elle pose une règle qui ne permet pas au décideur de calculer son risque ».

un instrument adapté à un choix de politique juridictionnelle qui doit être approuvé. Les motivations des juges du fond sont en effet d'une clarté qui doit être saluée. Elles reposent, en premier lieu, sur la prise en compte des difficultés que soulèverait la reconnaissance d'un droit à réparation de l'intégralité des pertes effectivement subies. On peut en ce sens citer l'arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris dans l'affaire *Regina Rubens*. Les juges avaient en effet retenu que « *l'estimation fondée sur la différence entre le prix payé et la valorisation actuelle de la participation (...), laquelle est constamment susceptible de variations, n'apparaît pas pouvoir être retenue* ».

887. Le choix de la définition du préjudice indemnisable comme une perte de chance exprime, en second lieu, un parti pris qui doit également être approuvé compte tenu de sa parfaite cohérence avec la fonction prédictive de l'information. Dans l'arrêt *Sidel*, la Cour d'appel de Paris a retenu que le préjudice personnel subi par les actionnaires « *ne se confond pas avec les parties civiles lors de la revente des titres, en raison du risque et de l'aléa propre à tout investissement boursier* ». Le refus d'indemniser l'investisseur à hauteur de la totalité des pertes subies exprime en soi un parti pris. Il repose sur la considération selon laquelle l'investisseur dispose d'un choix d'investissements, qui tous comportent un risque et contre lequel le bon fonctionnement du marché n'est pas un rempart absolu. La chance perdue, entendue comme une décision d'investissement alternative véhicule en réalité une conception de l'investisseur. Sa participation même aux activités financières l'inscrit dans un champ de possibilité d'investissement. Il rentre dans le statut juridique de l'investisseur de déterminer dans la durée le risque qu'il encourt et d'assumer en partie les conséquences de sa réalisation.
888. L'investisseur n'est pas indemnisé pour ce qu'il a perdu mais pour ce qu'il aurait pu ne pas perdre dans l'hypothèse où il aurait eu accès à une information adéquate pour fonder ses prédictions. La perte financière n'est pas en elle-même un préjudice réparable sur un marché dont le principe de fonctionnement réside dans la prise d'un risque économique. Le préjudice provient d'un dysfonctionnement du marché qui a empêché ou vicié la liberté des choix d'investissement exprimés par les opérateurs. En tant qu'il investit, l'investisseur s'expose à un risque de perte qu'il n'est pas possible de déterminer à l'avance ou de figer dans le temps. Il apparaît alors conjectural de retenir que le préjudice de l'investisseur « *est figé à la date de son acquisition à la différence entre le prix auquel il a acheté et celui auquel il aurait acheté si les informations publiées par l'émetteur avaient été correctes* »¹. Cette présentation simple et logique souffre d'une inconnue. Elle postule la prise de décision de l'investisseur à un prix d'acquisition déterminé. Il en résulte que le préjudice lié à l'information est en soi distinct de la perte subie, en raison du risque consubstantiel à la décision d'investissement comme de l'incertitude relative au contexte dans lequel la décision est prise et aux motivations l'investisseur. En somme, ne peut être indemnisée que la fraction des pertes qui ne correspond

¹ D. LEDOUBLE, « Perte de chance : pour sortir des formules creuses », *RTDF* n° 1/2 – 2011, p. 88.

pas à la réalisation d'un risque normal sur le marché. C'est davantage le défaut de l'information qui forme l'objet d'un préjudice indemnisable¹ que ses conséquences patrimoniales pour l'investisseur.

889. Le parti pris est celui d'une certaine moralisation de l'exercice des actions en responsabilité fondées sur un préjudice pour fausse information. La responsabilité ne doit pas être appréhendée comme une assurance palliant les conséquences patrimoniales négatives dont la réalisation constitue un risque inhérent à toute décision d'investissement. Ce choix de politique juridictionnelle² ne s'impose pas en soi, mais trouve à notre sens une justification plus profonde attachée à la fonction prédictive de l'information. Dans la prise en compte de l'information disponible, l'investisseur doit opérer une pondération de l'information disponible en vue de formuler des anticipations. Le traitement même de l'information en cause n'a pas vocation à exclure tout risque de perte mais à favoriser les décisions permettant de réduire un tel risque sans jamais l'exclure totalement. L'information ne saurait fonder une action en réparation de l'intégralité des pertes subies sans ériger l'information prédictive en instrument d'élimination du risque, ce qu'elle ne saurait assurément être sur un marché d'anticipation.
890. Il convient toutefois de reconnaître, à défaut de règles spéciales en droit des instruments financiers, que l'application du droit commun des articles 1382 et 1383 du Code civil ne saurait fonder une opposition de principe à une indemnisation à hauteur de la totalité des pertes constatées. Le préjudice résultant d'une information erronée a ainsi reçu une définition autre dans l'affaire *Eurodirect Marketing*. En vérité, au sein d'une jurisprudence toujours plus nourrie, cet arrêt apparaît de plus en plus comme une solution d'espèce. Dans son arrêt du 22 novembre 2005³, la chambre commerciale avait approuvé la Cour d'appel de Colmar d'avoir retenu un lien de causalité entre la publication d'informations prévisionnelles inexactes et le préjudice subi par le demandeur consistant en la revente à perte d'actions et de bons de souscription d'actions. Cet arrêt de rejet est ainsi largement fondé sur les constatations opérées par les juges du fond. Ceux-ci avaient mis en lumière l'ampleur de l'inexactitude des informations en cause, caractérisant une faute particulièrement grave de la société, la bonne

¹ E. DESEUZE, *RTDF* n°4-2008, p. 140, n° 10: « la conservation des titres sur la foi de la fausse information caractérise la perte d'une chance, celle d'avoir mieux orienté son investissement ». Un auteur propose une version épurée du raisonnement en allant jusqu'à affirmer que les solutions jurisprudentielles étudiées « s'inscrivent parfaitement dans le contexte actuel, où l'information est clairement présentée comme une chance, et où il est donc normal que la diffusion d'informations erronées soit considérée comme la perte d'une chance », S. SCHILLER, « L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée », *Dr. sociétés* n°8, août 2009, étude 12, n° 18, PAP

² On a fait valoir par ailleurs que « [e]n termes de cohérence juridique, la solution a le mérite d'aligner le traitement du préjudice résultant d'un manquement à l'obligation d'information financière sur celui des manquements à la bonne information qui se rencontrent en d'autres domaines du droit », A. PIETRANCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* n° 3-2007, p. 26.

³ Com., 22 novembre 2005, pourvoi n° 03-20600, *Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing*, *Juris-Data* n° 0309278, inédit : *Banque & Droit*, janv.-févr.2006, p. 35, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE ; *RTD com.* 2006, p. 445, obs. M. STORCK.

foi du demandeur, qui n'avait limité sa demande en indemnisation qu'aux actions vendues, ainsi que l'importance attribuée par le demandeur aux résultats prévisionnels dont il avait voulu vérifier la vraisemblance en se faisant communiquer le document de référence pour l'année précédente.

891. En vérité, l'arrêt *Eurodirect marketing* ne doit pas se voir attribuer une portée considérable. D'une part, en la forme, il ne saurait être analysé comme une décision de principe. Non publié au bulletin, il ne constitue qu'une pure validation par la Cour de cassation du raisonnement tenu par les juges du fond. D'autre part, les circonstances particulières évoquées lui confère une dimension davantage sanctionnatrice qu'indemnitaire. Dans son fondement même, cet arrêt étend aux résultats prévisionnels le respect de l'obligation de sincérité. Bien qu'une telle définition de la faute ne fasse pas difficulté, elle suppose une appréciation bien généreuse du lien de causalité à l'égard de la totalité des pertes subies. À cet égard, le raisonnement tenu par la Cour d'appel n'était nullement irréprochable. En effet, celle-ci avait relevé qu'était indifférente la circonstance que le demandeur n'ait acquis aucune action dans le mois suivant la publication des informations litigieuses.

En somme, s'il faut convenir que lorsque sera établi qu'un actionnaire n'a acheté qu'en raison de la fausse information, le caractère déterminant qui lui est reconnu doit conduire à une réparation intégrale¹, il n'en reste pas moins qu'en dehors de ces hypothèses rendues exceptionnelles par la lourdeur de la preuve ainsi mise à la charge du demandeur, la notion de perte de chance constitue un instrument adapté au contentieux de la réparation, lié aux informations assurant la réalisation de la fonction prédictive.

2. Transposition à la manipulation de cours

892. La prévention des manipulations de cours implique que le cours, reflet de l'information disponible, permet d'établir à tout moment la valeur des instruments financiers négociés. Sa valeur doit tendanciellement dispenser les parties d'avoir à négocier le prix en tant que celui-ci exprime la réalité économique sous-jacente. Le cours doit donc être appréhendé en lui-même comme une information à laquelle les investisseurs peuvent se fier. Ainsi, autant qu'il ne correspond qu'à des procédés artificiels l'ayant modifié, il doit également être considéré comme faussant les anticipations des investisseurs. Le préjudice résultant d'actes de manipulation de cours réside dans les conséquences dommageables causées par les décisions prises par un investisseur sur la foi de mouvements de cours artificiels. La manipulation de cours est susceptible de générer des mouvements sur un titre de nature à modifier l'offre et la

¹ C. CLERC, « La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations », *RTDF* n° 1-2007, p. 37-38.

demande sans justification économique réelle. L'effet redouté de la manipulation consiste alors à avoir induit des mouvements de cours de nature à fonder des décisions d'investissement par les autres investisseurs dont le manipulateur s'efforce précisément de tirer parti.

893. À première vue, si l'on définit les effets de la manipulation de cours comme un signal envoyé au marché de nature à en fausser l'appréciation, rien ne distingue l'infraction de manipulation de cours au plan du lien de causalité par rapport à l'information fausse ou trompeuse. En effet, « *les opérations de manipulation de cours influencent artificiellement les cours de bourse par le canal de l'information, c'est-à-dire en intoxiquant les autres investisseurs avec des données boursières qui ne reflètent aucune réalité économique financière* »¹.
894. Les termes du rapport causal changent toutefois. Le fait générateur n'est plus constitué par une information transmise au marché, mais par la réalisation d'actes spécifiques par l'auteur de la manipulation. Il faut rajouter une étape au raisonnement causal. L'acte en lui-même doit avoir eu une portée suffisante pour fausser le mécanisme de formation des cours, une telle conséquence de son acte devant déterminer la victime à agir dans un certain sens.
895. À ce titre, il faut discuter la pertinence d'une éventuelle distinction entre les préjudices consécutifs à des informations fausses ou trompeuses et ceux résultant de manipulations de cours. Il a été entrepris de conceptualiser une telle distinction par référence aux préjudices par désinformation directe et préjudices par désinformation indirecte². À la distinction évoquée plus haut entre préjudices par désinformation, résultant des manipulations de marché et les préjudices par information, qui tirent leur origine des opérations d'initiés, s'ajoute une sous-distinction entre deux catégories de préjudices par désinformation, distinct en raison de leurs sources. Il conviendrait de distinguer la faute par désinformation directe, constituée par les délits et manquements d'informations fausses ou trompeuses, et la faute par désinformation indirecte, qui désigne les manipulations de cours³. Une telle distinction, qui met bien en lumière la progression logique entre les deux types de comportements, ne précise toutefois rien quant à la définition et à la détermination du préjudice, qui n'est défini qu'à partir de son fait générateur. Prétendre que les préjudices liés à une manipulation de cours sont des préjudices boursiers par désinformation indirecte peut même conduire à une certaine confusion. Il va de soi que, à l'instar de tout préjudice, celui qui dérive d'une manipulation de cours doit présenter les caractères communs à tout préjudice. Il doit ainsi être certain, direct et personnel. Certes, le caractère indirect de l'information n'implique pas que le préjudice qui en découle doive être entendu autrement qu'aux conditions du droit commun mais les qualificatifs retenus sont sans doute malheureux. En effet, la désinformation indirecte

¹ N. SPITZ, *La réparation des préjudices boursiers*, préf. A. PIETRAN COSTA, Revue Banque édition, 2010, n° 327, p. 207.

² *Idem*, n° 327, p. 206-207.

³ *Ibid.*

consécutives à une manipulation de cours ne saurait conduire à modifier les exigences de définition de la relation entre le préjudice et le fait générateur qui découlent du caractère direct du dommage. Le qualificatif « indirect » prête à croire que devrait exister une définition différente du lien de causalité dans le domaine de la manipulation de cours ce qui n'est nullement le cas.

896. Au-delà de cette remarque terminologique, une critique plus essentielle doit être adressée à cette distinction. Il ne paraît pas opportun de distinguer le préjudice en fonction du fait générateur. Le préjudice peut être défini comme les conséquences illicites d'un comportement ouvrant un droit à réparation. Seul le caractère fautif du comportement en cause est pertinent. L'expression différente de la faute n'a pas nécessairement une incidence sur ses conséquences patrimoniales pour les tiers. Alors que le droit répressif suppose la distinction, du fait qu'il a pour objet de sanctionner l'auteur, le droit de la responsabilité tend à l'indemnisation et implique de recentrer l'analyse sur la situation de la victime. Or, il ne semble pas qu'il existe de bonnes raisons d'admettre que la victime ait subi un préjudice différent lorsque son comportement a reposé sur une lecture erronée de la conjoncture du marché. Seule la preuve du fait générateur constitue une véritable difficulté pour admettre l'existence d'un préjudice réparable.
897. **Synthèse** - La détermination des conséquences indemnitaires de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et de manipulation de cours, qu'on les qualifie ou non de préjudice par désinformation, relève de considérations de politique juridique qui malmènent quelque peu les conditions de la responsabilité civile. L'examen de la jurisprudence met néanmoins en lumière un mouvement d'importance. Le développement des actions en responsabilité fondées sur la diffusion d'informations fausses ou trompeuses révèle dans quelle mesure la préservation de la qualité de l'information est perçue comme une donnée essentielle aux prédictions des investisseurs. En effet, « *par leurs conclusions, les décisions récentes révèlent l'importance du rôle de l'information dans la détermination du choix des investisseurs, et plus largement des anticipations faites sur le marché* »¹.

Les évolutions suivies par la jurisprudence ces dernières années doivent ainsi être approuvées en opportunité malgré l'instabilité et la rigueur discutables des solutions retenues car elles correspondent à la fonction qui revient à l'information comme instrument d'anticipation. En ce qu'elles ne visent pas à supprimer tout aléa mais simplement à éclairer sur des aléas auxquels les investisseurs se soumettent volontairement par nécessité, il ne peut en résulter qu'un droit à réparation partiel, qui ne peut être déterminé à partir du seul constat de pertes subies. En somme, comme cela est fréquemment le cas dans le domaine de la responsabilité civile, les considérations de politique juridique sont une donnée indispensable à la définition des conditions de la responsabilité en droit des instruments financiers.

¹ V. MAGNIER, « Information boursière et préjudice des investisseurs », *D.* 2008, p. 560.

En revanche, l'admission d'un droit à réparation en faveur des actionnaires à l'occasion d'un délit d'initié pose un problème tout différent, qui relève davantage de la politique juridique que de la politique juridictionnelle pour ce qu'il implique au plan des finalités du droit de la responsabilité.

§2. Les préjudices d'inégalité d'accès à l'information résultant des opérations d'initiés

898. Avec les opérations d'initiés, l'admission du préjudice pose problème jusque dans son principe, en dépit de sa reconnaissance par la chambre criminelle de la Cour de cassation dans un arrêt du 11 décembre 2002¹. D'une part, le délit et le manquement de communication d'une information privilégiée ne conduisent pas, en eux-mêmes, à la passation d'un ordre. D'autre part, ils sanctionnent un strict déséquilibre informationnel dont seul a conscience l'auteur du comportement sanctionné. Il en résulte que « *le préjudice s'apprécie nécessairement de façon différente selon qu'il s'agit d'une communication d'information inexacte par une société, sur la base de laquelle un investisseur prend une décision d'investissement, ou bien un délit d'initié réalisé par un tiers. On pressent qu'un actionnaire engagerait une procédure d'une légitimité supérieure dans le premier cas que dans le second* »². Une telle intuition doit certainement être soumise à un examen approfondi.
899. Les particularités du fait générateur conduisent ainsi à mettre sérieusement en doute la possibilité même qu'un comportement d'initié ait pu causé un préjudice. Un tel préjudice consisterait en effet pour les investisseurs à n'avoir pas pu investir sur la base d'une information connue seulement par l'un d'entre eux. C'est l'absence de connaissance d'une information privilégiée par le public qui fonde l'incrimination. En quoi peut-on inférer du simple constat d'une asymétrie d'information, l'existence d'un préjudice causé aux investisseurs qui ne disposaient pas d'une information privilégiée ? En effet, « *l'avantage indûment tiré par l'initié n'affecte pas nécessairement les autres actionnaires, sauf*

¹ Crim., 11 décembre 2002, pourvoi n° 01-85.176, *Bull. crim.* n° 224 : *Rev. soc.* 2003, p. 145, note B. BOULOC ; *RTD com.* 2003, p. 390, obs. B. BOULOC ; *ibid.* p. 336, note N. RONTCHEVSKY ; *JCP G* 2003, I, 162, chron. A. MARON, J.-H. ROBERT, M. VERON, n° 38-39 ; *Gaz. Pal.* 22 févr. 2003, p. 25, note C. DUCOULOUX-FAVARD ; *Bull. Joly Bourse*, mars 2003, p. 149, note F. STASIAK ; *Banque & Droit*, mars-avril 2003, p. 36, obs. H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE. La chambre criminelle semblait déjà l'avoir implicitement admis dans l'affaire *Société générale de fonderie* dans laquelle le pourvoi de l'un des demandeurs avait été rejeté au motif que « le demandeur au pourvoi, qui ne s'est constitué partie civile que pour le seul délit de diffusion dans le public d'informations fausses ou trompeuses de nature à agir sur les cours, reproché aux dirigeants de la SGF, est sans qualité pour critiquer la décision de la Cour d'appel en ce qu'elle relaxe François C... du chef de délit d'initié », Crim., 15 mars 1993, pourvoi n° 92-82263, *Bull. crim.*, n° 113, p. 280 : *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 365, note M. JEANTIN ; *Rev. soc.* 1993, p. 847, note B. BOULOC ; *Dr. sociétés*, sept. 1993, comm. 13, obs. H. HOVASSE ; *Banque & Droit*, n° 32, nov.-déc. 1993, p. 22-24. La lecture *a contrario* permettait d'admettre la demande résultant de la constitution de partie civile préalable du requérant.

² P. CLERMONTEL, *op. cit.*, n° 675, p. 443.

naturellement dans la rupture d'égalité qu'elle entraîne »¹. La question posée est alors celle d'une modification de la nature principalement réparatrice des indemnisations civiles. Admettre l'existence d'un préjudice fondé sur une information qui par définition n'a pas pu intégrer les cours ne revient-il pas à détourner la responsabilité civile de sa finalité réparatrice traditionnelle en droit français pour lui conférer une fonction punitive ?

Cette interrogation générale, qui s'étend en droit de la responsabilité civile au-delà du seul droit des instruments financiers², va certainement orienter les évolutions de la jurisprudence en la matière. En effet, selon les conditions auxquelles elle doit répondre, une demande en indemnisation fondée sur les règles du droit de la responsabilité civile ne saurait prospérer à l'occasion d'un délit ou d'un manquement de communication d'une information privilégiée (A). Plus incertaine apparaît être la réponse pour les délits et manquements d'initié (B).

A. L'absence de préjudice découlant de la communication d'une information privilégiée

900. Une observation s'impose d'emblée à l'égard de la catégorie des opérations d'initiés. Celle-ci recouvre deux types de comportements distincts. Aux ordres passés par le détenteur d'une information privilégiée est associé le seul acte de communication d'informations privilégiées. Le second comportement est réprimé pour prévenir le premier. Les opérations d'initiés sont ainsi fondées sur le postulat qu'il est intrinsèquement nocif pour le marché que certains intervenants puissent passer des ordres en disposant d'une information qui n'a pas pu intégrer la formation des cours en raison de son caractère non public. Dans cette perspective, la sanction de la communication d'une information privilégiée par un initié à un tiers a une dimension préventive, qui a conduit la doctrine à qualifier le délit pénal de « *pré-délit d'initié* » ou « *délit-obstacle, destiné à éviter la commission du délit d'initié* »³. Il n'en résulte

¹ P. CLERMONTÉL, *op. cit.*, n° 698, p. 460. En ce sens, P. MOREL, *L'utilisation en bourse d'informations privilégiées – Évolution conceptuelle*, Thèse Paris I, 1984, n° 4, p. 3, l'auteur note, pour distinguer l'utilisation d'une information privilégiée de la manipulation de cours, que « l'initié se contente d'exploiter à son profit les rouages d'une structure préexistante sans en influencer le fonctionnement : considéré de l'extérieur, son comportement est absolument identique à celui d'un autre opérateur et son profit n'est que la résultante de forces qui auraient de toute façon affecté le marché. Seules ses perspectives sont différentes puisque l'information dont il dispose lui permet de prévoir l'évolution de l'offre et de la demande et d'échapper indûment à l'aléa boursier que les autres investisseurs subissent ».

² S. CARVAL, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*, préf. G. VINEY, L.G.D.J. 1995.

³ W. JEANDIDIER, *Droit pénal des affaires*, 6^e éd., Dalloz 2005, n° 128, p. 160 ; J. LASSERRE-CAPEDEVILLE, « Le délit de communication d'une information privilégiée : vingt ans après », *Bull. Joly Bourse*, 2009, p. 69. Sur la notion de délit-obstacle, Y. MAYAUD, *op. cit.*, n° 193, p. 214 : « L'infraction-obstacle, en effet, se caractérise par son absence de lien avec un résultat redouté précis. Non seulement elle est indifférente à la réalisation d'un tel résultat, mais encore ce dernier n'est pas identifiable de manière stricte ». En réalité, le résultat redouté de l'infraction de communication d'une information privilégiée peut être identifié dans la hausse de probabilité que ne soit réalisée un délit ou manquement d'initié, du fait de la multiplication des détenteurs de l'information

aucune atteinte immédiate au bon fonctionnement du marché entendu comme une inégalité d'accès des intervenants à l'information pertinente. Ainsi, la consommation des délits et manquements de communication d'une information privilégiée fait l'objet des sanctions à raison de la démultiplication du risque que soient réalisées des opérations inégalitaires. Si le destinataire de l'information privilégiée passe un ordre en bourse, celui-ci pourra alors faire l'objet d'une sanction au titre cette fois du délit ou du manquement d'initié. Mais l'acte de communication d'une information privilégiée n'a pas, en lui-même, eu d'incidence sur l'information des participants au marché d'instruments financiers.

901. On pourrait envisager un rapprochement des conséquences de la communication d'une information privilégiée avec celles de la violation du secret professionnel que réprime l'article 226-13 du Code pénal. Selon ce texte, « *la révélation d'une information à caractère secret par une personne qui en est dépositaire par état ou par profession, soit en raison d'une fonction ou d'une mission temporaire, est punie d'un an d'emprisonnement et de 15 000 € d'amende* ».
902. Les différences avec le délit et le manquement de communication privilégiée sont importantes. D'une part, l'acte de communication n'est pas un acte de révélation et ne fait nullement perdre son caractère privilégié à l'information. Elle se contente d'augmenter le nombre des personnes à même de profiter de l'asymétrie qu'engendre l'information privilégiée. La sanction du seul acte de communication indique ainsi la différence fondamentale d'objet de la prévention entre les deux comportements. Le délit de violation du secret professionnel sanctionne « *l'intolérable atteinte que cette infraction porte à la confiance placée en la personne dépositaire du secret* »¹. Le rapport de confiance est un élément essentiel à la caractérisation de l'infraction, qui suppose la preuve que la personne est tenue au secret. Le lien de confiance n'est toutefois pas nécessairement le seul bien juridique qu'entend protéger l'infraction pénale. L'infraction peut également avoir pour but « *de protéger la confiance que le public doit avoir dans certaines professions. (...). La notion d'ordre public est alors prédominante* »². Ainsi, qu'il s'agisse de la confiance fondée sur un rapport bilatéral ou de la confiance dans une catégorie professionnelle en général, la personne du dépositaire fonde de manière essentielle l'incrimination. C'est au contraire le caractère privilégié qui fonde la qualité d'initié³.

qu'elle entraîne. Ainsi, la répression progresse en degré d'anticipation à l'égard comportement susceptible de réaliser le résultat redouté.

¹ W. JEANDIDIER, *Droit pénal des affaires*, 6^e éd., Dalloz 2005, n° 36, p. 43.

² M.-L. RASSAT, *Droit pénal spécial – Infractions des et contre les particuliers*, 6^e éd., Dalloz 2011, n° 477, p. 543.

³ Le cercle des initiés s'étend désormais à *tout personne* possédant en connaissance de cause des informations privilégiées sur la situation ou les perspectives d'un émetteur, qu'elle réalise, permette de réaliser une opération ou qu'elle communique à un tiers ces informations, avant que le public en ait connaissance, selon l'article L.465-1, al.3 COMOFI. L'extension de la qualité d'initié à toute personne a également été opérée en matière de manquement par l'article 622-2, al.2 RG AMF ayant transposé l'article 4 de la directive Abus de marché.

903. Recevable, l'action civile formée en raison du préjudice lié à la violation d'un secret professionnel suppose que celui-ci soit la conséquence directe de l'infraction. Or, en elle-même, la seule violation du secret professionnel ne cause pas nécessairement un préjudice¹. Les conséquences civiles de l'infraction ne sont pas attachées au seul acte de violation du secret professionnel mais à ses suites éventuelles. Il n'en a été différemment que dans l'hypothèse particulière de l'action civile formée par un syndicat professionnel alléguant une atteinte à l'intérêt collectif de ses membres². À cet égard, la catégorie juridique des initiés ne coïncide nullement avec un quelconque statut professionnel³ permettant la proposition d'une demande en réparation du préjudice moral.
904. Admise de manière étroite pour des raisons tenant à la confiance publique placée en certaines professions, l'action civile ne saurait l'être dans les mêmes conditions pour les délits et manquements de communication d'une information privilégiée. Il n'est en effet pas possible d'en appréhender les conséquences indemnitaires autrement qu'en considération de ses éventuelles conséquences liées à la commission ultérieure d'une opération d'initié⁴. Il en résulte que les délits et manquements de communication d'une information privilégiée ne sauraient causer, en eux-mêmes, de préjudices boursiers. Ce n'est pas à dire qu'ils ne sauraient fonder, de manière absolue, une action en responsabilité contre l'auteur du délit ou manquement. À le supposer initié primaire ou secondaire, il pourra sans doute faire l'objet d'une action en réparation du préjudice moral causé à l'émetteur ou l'employeur dont il relève pour violation du secret professionnel auquel il était tenu. Mais cela relève davantage du droit commun de la sanction des obligations au secret que de l'effectivité et des conséquences particulières attachées aux abus de marché. Il semble donc qu'il n'y ait pas réellement de victimes lors de la commission du délit ou manquement de communication d'une information privilégiée, dans l'impossibilité logique où l'on est de déterminer un quelconque préjudice causé à des tiers. La seule conséquence de ce comportement consiste au contraire à constituer un avantage informationnel au profit d'un non initié, dont l'utilisation seule est de nature à avoir une incidence sur le bon fonctionnement du marché au sens qui lui a été donné plus haut d'atteinte à l'égalité d'accès des investisseurs à l'information pertinente.

¹ Pour un rappel du principe en la matière, Crim. 30 mars 2004, pourvoi n° 03-84099 rejetant l'action civile du propriétaire d'un débit de boisson contre un agent de police ayant révélé que celui-ci avait été placé sur écoute afin d'identifier les auteurs de la destruction par explosif de son établissement.

² Pour casser un arrêt de Cour d'appel ayant déclaré irrecevable la constitution de partie civile du syndicat départemental des services de santé et des services sociaux, la chambre criminelle a retenu que « le délit de violation du secret médical, lorsqu'il est commis à l'occasion par l'employeur du contrôle des arrêts de maladie de ses agents hospitaliers, peut être de nature à préjudicier à l'intérêt collectif de la profession à laquelle appartient ce personnel » : Crim. 27 mai 1999, pourvoi n° 98-82978, *Bull. crim.* n° 109, p. 290 : *D.* 2000, p. 120, note Y. SAINT-JOURS.

³ Bien que de nombreux initiés relèvent de professions réglementées.

⁴ On peut toutefois concevoir que la communication d'une information privilégiée également couverte par le secret professionnel fonde une action en responsabilité à l'encontre d'un initié qui relèverait d'un syndicat professionnel ayant qualité pour agir civilement dans une instance pénale.

B. Le problème de la détermination du préjudice consécutif à un délit ou à un manquement d'initié

905. La question apparaît plus délicate concernant les délits et manquements d'initié. Dans ce cas de figure, le déséquilibre informationnel n'est pas sanctionné en ce qu'il comporte de risque, mais à raison de ses conséquences sur les décisions d'investissement de l'initié. L'auteur de l'infraction agit sur la base d'une information non publique et réalise des opérations sur un marché d'investisseurs moins bien informés. En somme, l'inégalité d'accès à l'information intègre la transmission d'ordres passés sur des instruments financiers et crée ainsi un écart entre l'auteur de l'infraction et les autres investisseurs. Cet écart suffit-il à établir l'existence d'un préjudice ? Comment définir et déterminer dans son montant un pareil préjudice ?
906. Dans son principe, l'admission du droit à réparation du préjudice lié à la commission d'un délit d'initié remonte désormais à une dizaine d'années¹. Une chambre de l'instruction avait déclaré irrecevable la plainte avec constitution de partie civile déposée par un actionnaire contre les administrateurs disposant d'informations privilégiées qui avaient cédé leurs actions. La chambre criminelle avait prononcé la cassation de l'arrêt de la chambre de l'instruction en vertu du principe selon lequel, aux fins de la recevabilité de la constitution de partie civile devant la juridiction d'instruction, il suffisait au juge d'instruction « *d'admettre comme possible l'existence d'un préjudice en relation directe avec une infraction à la loi pénale* ». Or, se fondant sur ce principe classique d'assouplissement des caractères du préjudice allégué devant les juridictions d'instruction², la chambre criminelle retient « *qu'à le supposer établi le délit d'initié est susceptible de causer un préjudice personnel et direct aux actionnaires* »³.
907. Cette solution de principe ne s'est toutefois nullement accompagnée de précisions quant à son régime⁴, qui aurait gagné à faire l'objet d'une harmonisation à l'occasion de la réforme de la

¹ Crim. 11 décembre 2002, préc. La CJUE a également reconnu dans l'arrêt *Spector* précité du 23 décembre 2009 au point 49 que « la Commission indiquait ainsi qu'il peut y avoir abus de marché dans les cas où des investisseurs ont été lésés, directement ou indirectement par d'autres qui (...) ont utilisé à leur avantage ou à l'avantage des tiers des informations qui n'étaient pas publiques ». La référence au caractère non public de l'information renvoie ainsi indiscutablement aux opérations d'initié.

² Au sens de l'article 2 du Code de procédure pénale visé par la chambre criminelle dans cet arrêt, « l'action civile en réparation du dommage causé par un crime, un délit ou une contravention, appartient à tous ceux qui ont personnellement souffert du dommage directement causé par l'infraction ». Il découle de cette disposition qu'au titre de son intérêt à agir, la victime d'une infraction doit faire état d'un préjudice actuel, personnel et direct. L'exigence du caractère actuel du préjudice a toutefois été assoupli par la jurisprudence de la chambre criminelle selon un attendu rédigé en des termes identiques. Comme l'observe un auteur, « [l']assouplissement prétorien s'explique par le fait que l'instruction a justement pour objet, quand elle est ouverte par la partie civile, de préciser la nature et l'étendue du préjudice », J. PRADEL, *Procédure pénale*, 16^e éd., Éditions Cujas, 2011, n° 285, p. 236.

³ Comp. avec l'évolution de la jurisprudence en matière d'abus de biens sociaux, Y. REINHARD, « Perplexité de l'actionnaire victime d'un délit financier », in *Une certaine idée du droit - Mélanges offerts à André DECOCQ*, Litec 2004, p. 529-532.

⁴ Un auteur observe ainsi qu'il s'avère « délicat de déterminer les conséquences financières négatives au niveau de chaque investisseur. Cela exige de répondre préalablement aux questions suivantes : (i) qui, parmi les investisseurs non initiés, a un droit à être indemnisé ?; (ii) à quelle hauteur chacun d'entre eux peut-il prétendre

directive Abus de marché ainsi que l'espérait une partie de la doctrine¹. Il n'en a toutefois rien été. La jurisprudence postérieure à l'arrêt précité n'a pas apporté de plus amples éléments de réponse. Seule a été réaffirmée l'exigence que soit caractérisé le préjudice dont il était demandé réparation, à l'occasion de l'affaire *Sidel* précitée, dans laquelle aucun préjudice n'a finalement été reconnu aux parties civiles sur le fondement des délits d'initiés poursuivis. Ainsi, indépendamment de la portée que l'on a pu lui prêter comme expression d'un mouvement d'abandon de la figure d'infraction d'intérêt général², il n'a toujours pas été admis en jurisprudence qu'un délit d'initiés ait effectivement causé un préjudice aux actionnaires.

908. Le problème est donc celui de l'effectivité du droit à réparation. Rien n'interdit en effet de démontrer l'existence d'un préjudice découlant d'un délit ou d'un manquement d'initiés, du fait de la généralité des termes de l'article 2 du Code de procédure pénale comme de l'article 1382 du Code civil. Il convient alors de s'interroger sur les difficultés que rencontre la jurisprudence pour admettre l'existence d'une indemnisation dont elle a pourtant expressément rappelé la possibilité théorique. La difficulté va ainsi au-delà de la simple évaluation des préjudices individuels et collectifs³ liés à un délit d'initiés. À défaut d'obstacle de principe à la reconnaissance d'un droit à réparation des victimes d'un délit d'initiés, celui de l'existence même d'un tel droit n'a pas encore été résolu en jurisprudence.
909. À cet égard, il semble que les juridictions françaises s'en tiennent à une conception classique des conditions de la responsabilité civile. En effet, la difficulté essentielle provient de l'exigence du lien de causalité. Si l'on admet que le comportement de l'initiés a pu perturber le fonctionnement du marché, sur la seule base de l'avantage informationnel dont il dispose, on

être indemnisé ? ; (iii) et comment répartir la charge financière de l'indemnisation entre les investisseurs ? », N. SPITZ, *op. cit.*, n° 29, p. 32.

¹ D. MARTIN, « Quelques réformes souhaitables de la directive abus de marché », *RTDF* n° 2, 2010, p. 34, suggérant de prendre appui sur les méthodes d'analyse des mouvements de cours utilisées aux États-Unis et sur les études réalisées aux fins de l'introduction de règles européennes d'indemnisation des consommateurs ayant subi des préjudices liés à des comportements restrictifs de concurrence.

² En ce sens, A PIETRANOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* n° 3-2007, p. 23, qui note à propos de cette solution qu'« elle emporte un nouveau camouflet à la notion d'« infraction d'intérêt général » et la reconnaissance que le délit ou manquement d'initiés, outre qu'il participe à la protection du fonctionnement honnête et équitable du marché, assure également la sauvegarde des intérêts des personnes y opérant ». La figure de l'infraction d'intérêt général, obstacle à l'exercice d'une action civile du fait de l'absence du caractère personnel du préjudice exigé par le Code de procédure pénale, a initialement été retenue pour des infractions à la législation sur les prix, par un arrêt de la chambre criminelle du 19 novembre 1959 : *D.* 1960, p. 463, note G. DURRY ; *JCP* 1960, II, 11448, note CHAMBON. Elle s'est par la suite étendue au-delà du domaine des infractions économiques à d'autres infractions édictées dans l'intérêt exclusif de l'ordre public, telles la non dénonciation d'un crime (article 434-1 du Code pénal) : v. B. BOULOC, *Procédure pénale*, 23^e éd., Dalloz 2012, n° 239-240, p. 221-223. À ce phénomène d'extension a suivi un mouvement inverse de réduction du domaine de la théorie de l'infraction d'intérêt général, la reconnaissance d'un préjudice personnel étant désormais admise de façon plus libérale par la chambre criminelle, *ibid.*

³ *Contra*, C. SONNTAG, « Préjudices et sanctions des infractions d'initiés : approche juridique et économique », in *L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe*, dir. B. DEFFAINS et F. STASIAK, L.G.D.J., p. 113, qui affirme avec optimisme : « Désormais, ce sont les besoins d'évaluation des préjudices individuels et collectifs du délit d'initiés qui importent ».

peut concevoir qu'un préjudice indemnisable existe de façon automatique, ce qui pose le problème de sa détermination. Inversement, si l'on exclut qu'un préjudice découle du seul déséquilibre informationnel entre l'initié et le marché, il s'agit alors d'établir qu'elles ont pu en être les manifestations concrètes sur le jeu de l'offre et de la demande de nature à causer un préjudice aux non initiés.

À l'étude, il apparaît que la reconnaissance d'un préjudice au profit d'investisseurs à l'occasion d'un délit d'initié suppose de résoudre un problème logique délicat lié à la détermination de son impact réel sur le bon fonctionnement du marché (1). À défaut de solution convaincante, il semble qu'il faille conclure à l'impossibilité d'admettre en pratique la réparation d'un préjudice résultant d'un délit d'initié, sauf à opérer un choix politique en faveur d'une responsabilité davantage punitive que réparatrice (2).

1. L'impasse logique

910. Les observations qui suivent supposent à titre liminaire de faire état d'un parti pris. Celui-ci consiste à s'élever contre le fait que le juriste doive faire inscrire ses analyses dans un débat qui se situe hors de son champ de compétence. Trancher un débat économique résulte d'un choix politique, non d'une analyse juridique. Pour développer une analyse juridique rigoureuse, le juriste n'a pas vocation à prendre parti dans un débat économique pour légitimer son discours. La prohibition des opérations d'initié a ainsi mis fin à un débat économique dont le juriste doit tirer les conséquences afin d'établir l'existence de l'éventuel préjudice qui en découle. Or, l'analyse révèle qu'elle n'a rien d'évident. A suivre un auteur ayant étudié la question de manière approfondie, « [p]our les économistes, il ne fait pourtant pas de doute que les opérations d'initiés engendrent au moins deux types de transferts de richesse : l'un part du groupe des investisseurs non initiés vers celui des initiés et l'autre au sein même du groupe des investisseurs non initiés »¹. Une telle observation n'est toutefois pas suffisante à établir avec certitude que ces transferts de richesses présentent les caractères d'un préjudice.

En effet, confronté à l'étude du débat concernant les effets économiques des opérations d'initié comme fondement de leur répression, le juriste se trouve dans une impasse. Cette impasse repose sur des considérations de nature différente. Les premières tiennent aux oppositions qui existent quant aux effets sur le marché des délits et manquements d'initiés, qui peuvent être appréhendés comme des infractions sans victime (a). Les secondes, techniques, tiennent à la difficulté de définir le préjudice subi par l'investisseur conformément aux caractères qui doivent être les siens selon le droit commun (b).

¹ N. SPITZ, *op. cit.*, n° 444, p. 281.

- a. L'incertitude relative aux effets négatifs des délits et manquements d'initié sur le marché

911. Le débat quant au bien fondé de la répression du délit d'initié sous-tend et rejoint en partie celui relatif à l'admission d'un préjudice indemnisable. Deux arguments logiques conduisent à une aporie. D'un côté, les dérégulateurs soutiennent que le délit d'initié ne fait pas de victime en ce que l'auteur de l'infraction, individu rationnel, profitera de son avantage informationnel dans le sens qu'attribuera le marché à l'information dont il dispose. Loin d'être négative, une telle conséquence concourt précisément à une intégration progressive de l'information dans le cours de bourse, qui repose précisément sur l'action de l'initié. Celui-ci opère alors comme un éclaireur, une éminence grise du marché, qui agit dans le sens de celui des autres investisseurs. L'argument est toutefois défectueux en ce qu'il présuppose que l'information portera à un niveau défini le cours de la valeur concernée. Or, on peut supposer que les actes de l'initié vont conduire à une modification du cours à laquelle se surajoutera celle résultant de la révélation de l'information privilégiée. Ainsi, l'action de l'initié, loin de compléter nécessairement celle de la révélation de l'information privilégiée, peut au contraire s'y ajouter, ce qui aura alors pour effet de fausser le cours établi après même la révélation de l'information privilégiée.
912. De l'autre côté, les régulateurs soutiennent en réplique que tout comportement résultant d'une asymétrie d'information affecte automatiquement et de manière nécessaire la formation du cours de bourse. L'intervention d'un investisseur disposant d'information privilégiée a une incidence, même négligeable, sur l'appréciation des autres investisseurs qui ne disposent pas de cette information. Comme par un effet domino, l'avantage informationnel d'un intervenant perturbe le niveau informationnel de tous les autres. Ne doivent concourir à la formation des cours que les opérations passées par des opérateurs disposant d'un accès égal à l'information disponible. Ainsi, toute opération réalisée à partir d'un avantage informationnel tord le lien entre la formation des cours et l'information disponible. Différentes études économiques ont été réalisées en ce sens établissant que l'intégration d'informations non publiques dans le cours par effet d'opérations d'initiés est de nature à fausser la vitesse d'incorporation de l'information publique dans les cours¹. Cet argument suppose que les opérations d'un initié sont prises en compte, comme celles de tous les autres investisseurs, par tous lorsqu'ils interviennent, par le biais du cours de bourse, expression de leur volonté collective. Cela ne revient-il pas à admettre de façon systématique l'existence d'un préjudice commun à

¹ A. GUIVARCH, *Asymétrie d'information et délits d'initiés*, Thèse Paris IX, 1999, cité par B. DEFFAINS et F. STASIAK, « Les préjudices résultant des infractions boursières : approches juridique et économique », in *Le droit au défit de l'économie*, dir. Y. CHAPUT, Publications de la Sorbonne, 2002, p. 181, note 21.

l'ensemble des investisseurs agissant sur le marché du titre concerné par l'information privilégié ?

913. En somme, il existe deux points de vue antagonistes construits autour d'une même hypothèse : les comportements d'initiés intègrent de manière nécessaire la formation des cours, soit pour l'accompagner, soit pour la déstabiliser. Ces deux points de vues sont irréconciliables d'un point de vue logique car ils constituent la lecture d'une hypothèse économique semblable, sur laquelle sont portés des jugements de valeur différents que viennent corroborer des études empiriques qui aboutissent à des résultats opposés.
914. En outre, cette hypothèse économique suppose, aux fins de l'admission du préjudice, d'adapter les observations du marché à leur mode de fonctionnement, selon qu'ils sont gouvernés par les prix ou les ordres. Ainsi, l'admission même d'un préjudice de marché à partir duquel pourrait être établi des préjudices individuels suppose une modification des analyses compte des spécificités de fonctionnement du marché en question¹. Rigoureuse dans son principe, cette observation suppose donc d'opérer la recherche d'éventuelles perturbations du marché pour en inférer l'existence d'éventuels préjudices individuels en tenant compte de la distinction entre marchés gouvernés par les prix et par les ordres², facteur additionnel de complication.
915. L'aporie qui résulte de l'ensemble de ces difficultés est lourde de conséquences pour le juriste, contraint de s'en remettre aux analyses d'économistes plus éclairés que lui pour établir la réalité d'une perturbation du marché. Il en résulte que, à la supposer indiscutable, l'affirmation selon laquelle « *il est aujourd'hui clairement établi que les opérations d'initié se traduisent par un transfert de richesse des investisseurs non initiés vers les investisseurs initiés* »³ ne permet pas en elle-même de qualifier et de déterminer juridiquement le préjudice causé aux premiers par les seconds. Le constat suivant apparaît plus rigoureux : « *[l]es*

¹ Un auteur raisonne de la manière suivante : « Parmi les grands marchés boursiers internationaux, le Nasdaq de New York et le SEAQ de Londres sont des marchés dirigés par les prix, alors que le Tokyo Stock Exchange ou Euronext sont des marchés dirigés par les ordres. *Il est alors réaliste de supposer que la caractérisation des préjudices boursiers dépend du système de marché sur lequel les délits sont réalisés.* Pour savoir quels types de préjudices sont imposés aux investisseurs non initiés sur le marché parisien (...), il est indispensable de tenir compte des caractéristiques du marché », C. SONNTAG, « Préjudices et sanctions des infractions d'initiés : approche juridique et économique », in *L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe*, L.G.D.J., dir. B. DEFFAINS et F. STASIAK, p. 112.

² Sur la distinction entre marchés gouvernés par les prix et par les ordres, T. BONNEAU, « Typologie des marchés boursiers », in *Le droit boursier en mouvement*, n° spéc. *RJ com.* 2003, p. 18, n° 25 : « La cotation peut, en effet, être organisée de deux manières, selon que les ordres sont ou non centralisés. Si ceux-ci le sont, ils sont tous confrontés les uns aux autres, de sorte que le cours qui s'en dégage constitue un prix unique, valable pour tous les ordres, aucun client ne pouvant bénéficier de conditions privilégiées. Cette confrontation générale et multilatérale aboutit à un prix d'équilibre, considéré comme le meilleur, puisqu'il est le résultat du libre jeu de l'offre et de la demande. Ce mode de confrontation, assurant ainsi une protection égalitaire des épargnants, conduit à qualifier le marché où il est retenu, de « marché gouverné par les ordres », par opposition au « marché des marchands », encore appelé « marché gouverné par les prix ». Sur un tel marché, les ordres n'étant pas centralisés, des prix différents sortiront de la confrontation multiple des ordres. Il n'y a pas de cours unique s'imposant à tous à un moment donné ».

³ N. SPITZ, *op. cit.*, n° 29, p. 32, et les études citées n° 28, p. 31.

travaux des économistes font alors apparaître que la recherche de la solution économique efficiente dans l'attribution du droit sur l'information privilégiée reste vouée à l'échec ; prohibition ou tolérance des opérations d'initiés, aucune de ces options contraires ne modifierait la contribution législative à la promotion de l'intérêt du marché. La solution la plus libérale s'offrirait en conséquence, comme le rejet d'une réglementation ayant échoué à faire la démonstration de son efficacité. Il existe cependant une issue contraire : l'interdiction absolue de toute utilisation d'information privilégiée, l'efficacité économique dépendant exclusivement du respect de cette interdiction par les acteurs du marché boursier »¹.

L'approche juridique la plus rigoureuse ne peut nullement consister dans le fait d'écarter purement et simplement la préservation de l'intérêt du marché, mais de faire découler celui-ci du strict respect de l'égalité d'accès à l'information des intervenants. Quel est alors ce préjudice d'asymétrie d'information résultant d'une opération d'initié ?

b. Le problème de la définition du préjudice

916. Si l'admission d'un préjudice subi par les actionnaires à l'occasion d'un délit d'initié est acquise dans son principe, la jurisprudence n'a pour l'instant fait droit à aucune demande d'indemnisation. Il a ainsi été retenu dans l'affaire *Sidel*² que, compte tenu de la modicité des actions échangées par les initiés à l'égard du volume des transactions réalisées sur le même titre au cours de la même période, le délit d'initié n'avait causé aucun préjudice aux actionnaires qui furent déboutés de leurs demandes. Cette solution repose sur une double proposition. Le préjudice, en l'espèce, n'a pas été caractérisé car sa démonstration implique celle d'une influence des opérations litigieuses sur les cours. Un rapport nécessaire semble ainsi établi par la Cour d'appel de Paris entre la preuve d'un préjudice et celle d'un impact des opérations réalisées par les initiés sur les cours des titres en cause. Une telle solution est tout à fait conforme à l'analyse formulée plus haut selon laquelle la prohibition des opérations d'initiés a vocation à assurer la fiabilité du cours de bourse pour les autres investisseurs.
917. Elle a toutefois pour conséquence pratique de subordonner l'indemnisation à la perturbation du cours de bourse. Cela supposerait que les initiés réalisent un nombre d'opérations suffisamment important pour faire varier le cours, réduisant ainsi le profit qu'ils espèrent de leur avantage informationnel. N'est-il pas, dès lors, possible d'établir le préjudice autrement que par référence aux variations du cours consécutives à la réalisation des opérations répréhensibles ? La doctrine a élaboré plusieurs concepts destinés à rendre compte, en les

¹ E. GOUNOT, « Essai d'application de l'analyse économique du droit à la réglementation boursière des opérations d'initiés », *RSC* 2000, p. 335, n° 3.

² CA Paris, 31 octobre 2008, préc.

distinguant, les différents types de préjudices occasionnés par les délits d'initié. À l'analyse, chacune des différentes hypothèses envisagées paraît défectueuse à l'égard des caractères indispensables à la démonstration d'un préjudice.

918. Convient-il de reconnaître une spécificité aux préjudices causés par des opérations d'initiés ? Un auteur a entrepris de le démontrer en retenant, selon une distinction déjà évoquée, que constituent des préjudices par désinformation ceux causés par les manipulations de marché, et des préjudices par information, ceux résultant d'opérations d'initiés¹. Une telle présentation invite ainsi à définir le préjudice en fonction des spécificités du fait générateur qui l'engendre. On pourra reprocher à la formule une certaine imprécision. Les opérations d'initiés n'ont pas réellement pour effet d'informer le marché, mais de ne pas faire état d'éléments d'informations nécessaires à ses prédictions. D'une façon plus fondamentale, c'est la thèse même d'une distinction entre préjudices par information et par désinformation, fondée sur la différence entre opérations d'initiés et manipulations de marché qui mérite d'être discutée.
919. Les préjudices d'information répondent-ils aux caractères nécessaires qu'exige le droit de la responsabilité civile ? Sur la base d'une distinction fondée sur les victimes, le même auteur distingue les qualifications à donner aux préjudices d'information subis individuellement par les non initiés, aux préjudices générés du fait de l'action des non initiés à l'occasion d'une opération d'initié et à ceux causés aux émetteurs².
920. Constitue ainsi « un préjudice de contrepartie »³, celui dérivant « des interventions de l'initié, par leur importance ou l'illiquidité du marché des titres, [ont] pu créer un surcroît d'ordres en sens inverse »⁴. Le même auteur a par ailleurs déduit des répercussions éventuelles des interventions des initiés sur le cours qu'un « préjudice de non exécution » est causé aux investisseurs qui, « désireux d'opérer cette fois dans le même sens que l'initié [ont] à se plaindre de ce qu'ils n'ont pu acheter ou vendre ou dû acheter plus cher ou vendre moins cher en raison de l'influence des interventions prohibées sur les cours (...), à l'exemple des personnes ayant passé des ordres à cours limité dont l'exécution est rendue impossible en

¹ Nicolas SPITZ, *op. cit.*, n° 327, p. 206-207 : « Nous nous référons à cette distinction en utilisant les expressions « préjudices par désinformation » et « préjudices par information » pour désigner respectivement les dommages résultant des fautes boursières par désinformation et les dommages résultant des fautes boursières par information. (...) Les préjudices par désinformation sont l'ensemble des préjudices causés par une diffusion d'information fautive ou trompeuse (*faute boursière par désinformation directe*) ou par une manipulation de cours (*faute boursière par désinformation indirecte*). Les préjudices par information sont l'ensemble des préjudices causés par une opération d'initié (*faute boursière par information*) ».

² *Idem*, n° 447, p. 282-283.

³ Le *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs* du Groupe de travail présidé par J. DELMAS-MARSALET et M. RACT-MADOUX, du 25 janvier 2011 retient ainsi, sans s'en justifier que les manquements d'initiés ne préjudicient « éventuellement qu'aux contreparties à la transaction réalisée par l'initié », p. 30, note 75, pour exclure l'exercice d'une action collective en réparation liée à un tel manquement. De plus amples précisions auraient été souhaitables pour étayer la conception que se font les auteurs du rapport des préjudices découlant des opérations d'initiés.

⁴ A. PIETRANOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* n° 3-2007, p. 22.

raison des mouvements de prix consécutifs aux opérations d'initiés »¹. Cette distinction repose ainsi sur le sens dans lequel agissait la victime éventuelle. L'auteur retient toutefois que ces préjudices sont source d'un dilemme au plan de la responsabilité civile, du fait de « *l'impossibilité d'adopter une règle objective et juste de réparation du dommage global causé par les opérations d'initiés au groupe des investisseurs non initiés* »². Les remèdes proposés n'apparaissent pas satisfaisants. S'il est possible, selon une approche globale, de ne fonder le droit à réparation que sur « *le transfert de richesses constaté d'un point de vue agrégé* »³, dont le montant ferait ensuite l'objet d'une redistribution entre les non initiés, une telle solution méconnaît indubitablement le principe de la réparation intégrale du préjudice « *en ce qu'elle écarte la prise en compte des dommages réellement et individuellement subis par les investisseurs non initiés* »⁴. À l'inverse, la réparation individuelle accordée à chaque investisseur en fonction des variations de cours pendant la période de commission de la faute boursière conduirait à des difficultés pratiques en même temps qu'à l'indemnisation d'investisseurs par effet d'aubaine⁵. Le montant de la réparation ainsi allouée deviendrait en outre particulièrement lourd pour les auteurs du dommage⁶.

921. D'un point de vue plus pratique, les préjudices de contrepartie et de non exécution ne répondent pas nécessairement à la condition posée à l'heure actuelle en jurisprudence selon laquelle le préjudice résultant d'une opération d'initié doit être déterminé sur la base de son effet sur le cours. L'admission du préjudice de contrepartie en dépit de cette exigence reviendrait alors à n'analyser le préjudice que comme la conséquence d'un dol, l'asymétrie d'information n'étant alors appréhendée que dans le cadre de la relation bilatérale entre les parties à la transaction. En outre, la prise en compte du seul préjudice de contrepartie méconnaît qu'un profit généré par une opération d'initié peut aussi résulter des transactions réalisées par les investisseurs non initiés.
922. On en revient alors à la distinction déjà évoquée entre préjudice de conditions et préjudice de décision. Le préjudice de conditions est un dommage résultant de l'effet de la faute sur les cours qui perturbe en ceci les conditions normales du marché⁷. L'acceptation de l'incidence sur les cours exigée au titre du préjudice de conditions est toutefois bien différente de celle exigée dans l'arrêt *Sidel*. Dans ce dernier arrêt déjà cité, les juges du fond ont rejeté la demande

¹ A. PIETRANCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* n° 3-2007, p. 22.

² Nicolas SPITZ, *op. cit.*, n° 458, p. 291.

³ *Ibid.*

⁴ *Idem*, n° 458, p. 291.

⁵ *Idem*, p. 292, note 21 : « L'effet d'aubaine peut permettre à un investisseur de faire supporter ses pertes par l'auteur de la faute boursière. La réparation des préjudices boursiers se transforme alors en assurance contre les moins-values ».

⁶ *Idem*, n° 458, p. 292 : « Entre ces deux solutions extrêmes s'intercalent une infinité d'options qui, à défaut de prendre de manière tranchée le parti de l'une d'entre elles, réussiront mieux à concilier la limitation du coût de l'indemnisation au montant des dommages causés et l'indemnisation effective de la totalité du préjudice individuellement subi. Ces options gagneront sur une logique ce qu'elles perdront dans l'autre ».

⁷ *Idem*, n° 462, p. 299.

d'indemnisation à défaut d'influence du délit sur les cours eu égard à l'importance du volume total de titres échangés au cours de la période critique. L'influence exigée n'est pas l'effet du comportement sur les cours permettant de reconnaître le préjudice de condition. L'effet provient en réalité du signal envoyé au marché par l'opération réalisée par l'initié, d'où il résulte que celle-ci «*fait perdre progressivement, mais nécessairement, son caractère privilégié à l'information*»¹. À ce titre, on a ainsi souligné la radicalité de la théorie financière selon laquelle «*le volume des échanges sur un titre financier particulier n'a pas d'effet sur le cours si ce n'est par le signal qu'il envoie aux acteurs de marché, c'est-à-dire par la révélation implicite d'une information privilégiée*»². L'admission du préjudice de conditions se heurte aux mêmes obstacles théoriques et pratiques que celle des préjudices de contrepartie et de non exécution. D'une part, elle rend délicate, car très onéreuse, la détermination des préjudices subis à titre individuel. D'autre part, à défaut d'influence sur les cours au sens dégagé par l'arrêt *Sidel*, le seul effet sur les cours constitué par le signal n'est qu'une vue de l'esprit qui n'est pas quantifiable. La théorie du préjudice de conditions n'offre ainsi pas plus de base à la définition et à la quantification du préjudice individuel à indemniser selon le principe de réparation intégrale que celle des préjudices de contrepartie et de non exécution.

923. Qu'en est-il pour le préjudice de décision ? L'admettre revient à considérer que la victime a agi sur le seul fondement de son ignorance de l'information privilégiée, en considération toutefois d'un effet produit par l'opération sur le cours du titre financier ou sur le volume des transactions³. Ces manifestations apparaissent indispensables pour établir le lien de causalité. N'y a-t-il pas alors une certaine contradiction ? Il est en effet délicat à concevoir que l'opération réalisée en considération du signal envoyé au marché par le délit d'initié ait pu causer un préjudice à l'investisseur qui n'a fait que suivre l'intégration progressive de l'information privilégiée au cours de bourse. On perçoit ici toutes les incertitudes qu'engendre le maniement de la théorie financière aux fins de la détermination du préjudice. Elle conduit en effet à des analyses qui peuvent affirmer comme infirmer la thèse de la réalité des préjudices sans fournir les instruments permettant de le déterminer avec précision.
924. Enfin, le préjudice subi par les émetteurs qui pourrait consister en la perte d'une chance de financer leurs projets d'investissement ne peut que mal être établi en pratique car il suppose la preuve que la faute boursière est à l'origine d'une augmentation du coût de leur capital en ce qu'elle a entraîné une baisse du cours de leurs titres⁴.

¹ *Idem*, n° 464, p. 300.

² *Idem*, n° 464, p. 301.

³ *Idem*, n° 469, p. 304.

⁴ *Idem*, n° 470, p. 305.

925. À la difficulté de définir et d'évaluer le préjudice s'ajoute ainsi celle de prouver le lien de causalité entre la faute d'information et le dommage¹. La preuve du lien de causalité apparaît d'autant plus difficile à apporter en pratique que celle-ci repose sur un postulat dans la théorie financière. L'analyse purement abstraite réalisée par les économistes a une logique qui lui est propre et se fonde sur un modèle de marché dans lequel le comportement de certains intervenants conditionnent de manière nécessaire celui des autres. Cela jure avec les exigences du droit de la responsabilité qui ne peut alors trouver à s'appliquer que sur la base d'une adaptation de ses fondements aux fautes d'information. À s'en tenir aux caractères du préjudice tels qu'ils résultent du droit commun de la responsabilité civile et au principe de réparation intégrale du préjudice, on peine à admettre l'existence d'un préjudice consécutif à la commission d'un délit ou d'un manquement d'initié. A défaut de suggestion convaincante malgré les efforts fournis en doctrine, ne reste que la voie, assez théorique, dégagée par la Cour d'appel de Paris dans l'arrêt *Sidel*, d'un préjudice lié à l'impact des opérations réalisées par les initiés sur le cours du titre en cause.

Les conditions classiques du droit de la responsabilité civile font pour le moment obstacle à la caractérisation d'un préjudice pourtant admis dans son principe par la jurisprudence. La reconnaissance d'une indemnisation au profit des actionnaires implique ainsi de modifier la logique réparatrice du droit de la responsabilité, ce qui relève en définitive d'un choix politique qu'il n'appartient pas aux juridictions d'opérer.

2. Le choix de système

926. Les difficultés observées plus haut aux fins de l'admission d'un préjudice supposent d'opérer un choix de système. En effet, l'ordre juridique peut s'en tenir à une lecture traditionnelle des conditions de la responsabilité et sombre dans la contradiction. Comment admettre que les comportements d'initiés portent atteinte au bon fonctionnement du marché s'ils ne causent de dommage à personne ? Le seul argument au maintien de la sanction pénale ou administrative est alors d'ordre psychologique et réside dans la confiance des investisseurs². Cette confiance est alors envisagée par les sceptiques comme un effet de mode des systèmes juridiques, contraints de s'imiter en réprimant les conduites d'initié. Il s'agit alors d'un facteur de compétitivité des systèmes juridiques entre eux fondés sur un effet d'imitation dénué de toute

¹ *Idem*, n° 472 et s., p. 306.

² En ce sens, C. SONNTAG, « Préjudices et sanctions des infractions d'initiés : approche juridique et économique », préc., p. 113 : « Or, les comportements illicites d'initiés sont bien de nature à ruiner la confiance des investisseurs estimant que les règles sont faussées en raison de l'asymétrie d'information dont a abusivement profité l'initié et il existe alors un préjudice au moins indirect porté aux intérêts collectifs des investisseurs » ; B. DEFFAINS et F. STASIAK, « Les préjudices résultant des infractions boursières : approches juridique et économique », préc., spéc., p. 181-183.

justification rationnelle. À l'inverse, si l'on s'attache à assurer une indemnisation, il existe par hypothèse un préjudice à l'occasion de tout comportement d'initié, dont la détermination ne sera pas aisée, tant sa définition est consubstantielle à l'activité même du marché.

927. Il est souvent pris exemple du droit fédéral des États-unis pour justifier de la possibilité d'admettre des actions en réparation fondées sur la réalisation d'opérations réalisées par des initiés¹. Outre la différence des moyens procéduraux mis à la disposition des investisseurs par le biais des *class actions*², les analogies avec le droit américain font l'économie de la différence notable qui existe à l'égard du droit français au plan des finalités du droit de la responsabilité. Là où le droit américain utilise la responsabilité comme un instrument de sanction, le droit français est ancré à une conception essentiellement réparatrice des actions en responsabilité. À ce titre, l'inadaptation de la *contemporaneous trading rule*³ aux fondements du droit français de la responsabilité est patente. Le préjudice supposé causé à l'ensemble des investisseurs ayant opéré en sens contraire à l'initié ne fait nullement l'objet d'une réparation intégrale mais au contraire d'une division du profit réalisé par l'initié entre les multiples investisseurs concernés. Un tel raisonnement, centré autour d'une logique distributive, est fondé sur la prise en compte de l'impact sur le marché de la pratique en cause ayant permis à l'initié de réaliser un profit et nullement sur celle du préjudice effectivement causé à chaque investisseur, qui n'a pas à être caractérisé selon les principes traditionnels du droit français de la responsabilité. Celui-ci est au contraire sous-tendu par une recherche de justice commutative, qui repose sur la seule relation entre l'auteur et la victime du fait dommageable. Cette relation bilatérale suppose, comme condition de la responsabilité, la preuve par la victime du caractère personnel et certain de son préjudice, dont la *contemporaneous trading*

¹ N. SPITZ, *op. cit.*, n° 87, p. 64-65 : « Les États-Unis apparaissent en effet comme l'un des rares pays à avoir développé, à grande échelle, le contentieux de la réparation des préjudices boursiers » ; voir spéc. n° 479 et s., p. 302.

² C. ARSOUZE, P. LEDOUX, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *Bull. Joly Bourse* juill. 2006, n° 38 et s., p. 424 ; P.-H. CONAC, « La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux États-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information », *Bull. Joly Bourse*, mai 2007, p. 358 ; P. CLERMONT, *op. cit.*, n° 716 et s., p. 469. et, dans le même ouvrage les développements consacrés aux associations d'investisseurs agréés et associations d'actionnaires de sociétés cotées, n° 714-715, p. 467-468. Pour une présentation des difficultés liées à l'introduction de l'action de groupe en droit français et des pistes de réforme, N. SPITZ, *op. cit.*, p. 388 et s., spéc. p. 413-417 ; sur l'application extraterritoriale des *class actions* américaines, p. 421 et s.

³ A. PIETRANCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* n° 3-2007, p.23, et les références doctrinales et jurisprudentielles citées. Le *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs* du Groupe de travail présidé par J. DELMAS-MARSALET et M. RACT-MADOUX, du 25 janvier 2011 n'a fait émerger aucun consensus quant à l'introduction d'une action collective dans le domaine financier et, dans l'étude de ses modalités, le groupe a relevé « qu'en matière de manquements d'initiés, les préjudices susceptibles d'être causés à un grand nombre d'investisseurs résultent moins du manquement de l'initié à son obligation d'abstention que du manquement de l'émetteur qui n'a pas communiqué au marché en temps utile l'information privilégiée », point 3.1.1.1, p. 30. En somme, l'hypothèse de l'introduction d'une action collective ne servirait pas tant à favoriser la réparation du préjudice résultant d'un manquement d'initié qu'à indemniser le marché d'un manquement à l'obligation permanente qui pèse sur l'émetteur. Les opérations d'initiés devraient ainsi rester hors du périmètre d'exercice de l'action collective.

rule fait purement et simplement l'économie sur la base d'une présomption de préjudice en faveur des investisseurs ayant agi en sens contraire.

928. Au-delà des solutions jurisprudentielles élaborées par les juridictions fédérales, c'est le postulat même de la *fraud-on-the-market-theory* qui contrevient à notre droit de la responsabilité en tant qu'il fait découler de manière nécessaire l'existence d'un préjudice personnel de l'atteinte au niveau d'information du marché. Ainsi, économiquement fondé ou non, les postulats et solutions adoptées outre-atlantique ne sont pas aisément transposables en France, ainsi que le révèle la résistance ou plutôt l'impossibilité pratique dans laquelle semble se trouver les juridictions françaises à reconnaître un préjudice aux investisseurs à l'occasion d'un délit d'initié¹.
929. Les voies d'une adaptation existent certainement mais passent par une évolution de notre droit de la responsabilité, sinon par un changement radical de ses fondements. Elles peuvent passer par exemple par l'instauration de fonds collectifs d'indemnisation au profit des investisseurs auxquels serait reversée tout ou partie des sanctions pécuniaires prononcées à l'encontre des initiés² ou des sommes versées par eux au titre d'une transaction³. Sans rentrer dans le détail de tels mécanismes, il convient simplement de souligner les insuffisances du raisonnement par analogie lorsque l'on recourt à l'étude des droits étrangers.
930. L'essentiel est ailleurs et tient à ce que, au-delà des fondements toujours incertains de la répression des opérations au plan de leurs effets sur le marché, le droit français repose sur une logique d'indemnisation essentiellement réparatrice qui, pour l'instant, limite les possibilités pratiques comme théoriques de définition du préjudice résultant d'un délit d'initié. Sans doute ne revient-il pas aux juridictions de modifier le fondement de notre droit de la responsabilité. Il faut ainsi conclure que ces atteintes à l'égalité d'accès à l'information que constituent les opérations d'initiés suppose un choix de politique juridique en faveur d'une reconnaissance limitée de la fonction punitive de la responsabilité civile en droit des instruments financiers. En somme, il semble que l'on se retrouve dans une impasse à l'égard de l'indemnisation des victimes des délits et manquements d'initiés. S'il faut admettre que leur sanction répond

¹ Comp. V. MAGNIER, « Information boursière et préjudice des investisseurs, *D.* 2008, p. 561 : « Pourrait-on élargir le champ potentiel des victimes et imposer à l'émetteur d'indemniser intégralement tous les investisseurs qui auraient pris une position sur le marché à la suite d'une information inexacte pendant une période considérée ? En droit français, une admission trop large du lien de causalité reviendrait à considérer que l'ensemble des actionnaires de l'émetteur a été induit en erreur, sans que leur préjudice soit certain. Elle conduirait à indemniser l'émetteur afin que la réparation du préjudice porté à l'intérêt collectif, distinct de la somme des intérêts individuels, profite à tous. Admettre une présomption du lien de causalité ne permettrait pas une indemnisation individuelle ».

² Prenant l'exemple du droit américain et des pouvoirs reconnus à la SEC en la matière, F. MARTIN LAPRADE, « La politique de sanction du régulateur : répression ou réparation ? », *Bull. Joly Bourse* n° spécial, déc. 2009, p. 442 ; égal. à ce sujet, P.-H. CONAC, « La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux États-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information », *Bull. Joly Bourse*, mai 2007, n° 2, p. 358.

³ L'article 7 de loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 a attribué à l'AMF un pouvoir de transaction, qualifié de composition administrative, qui résulte de l'article L.621-14-1 du Code monétaire et financier. V. J.-J. DAIGRE, « La transaction par la petite porte », *Bull. Joly Bourse* sept. 2010, p. 367.

principalement à un objectif psychologique de préservation de la confiance des investisseurs, on doit également conclure que la perte de confiance ne constitue pas un préjudice indemnisable. Le dommage qui pourrait éventuellement être allégué à ce titre n'est ni certain, ni direct.

931. L'alternative est alors la suivante. Ou bien s'en tenir à la répression sans possibilité d'indemnisation des investisseurs opérant sur le marché. À ce titre, le mouvement de renforcement des sanctions tant pénales qu'administratives semble de nature à assurer une dissuasion suffisante. Ou bien entreprendre de reconnaître un droit à indemnisation exorbitant du droit commun, car fondé sur une logique distributive et punitive davantage que commutative et réparatrice. Cette dernière solution, en ce qu'elle suppose de modifications des fondements de notre droit de la responsabilité civile, ne peut à l'heure actuelle qu'être réalisée par le législateur. L'indemnisation d'éventuelles victimes de délits et manquements d'initiés implique un choix de politique juridique indispensable pour assurer la cohérence des objectifs poursuivis par le biais de la répression. Peut-être ce choix a-t-il en réalité déjà été fait, ainsi que le révèle l'élévation du montant des sanctions pécuniaires susceptibles d'être prononcées par l'Autorité des marchés financiers, qui résulte de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010¹.

932. **Synthèse** - À défaut de prémisses indiscutables sur l'impact des délits et manquements d'initié sur le cours de bourse et sur les analyses des investisseurs, l'indemnisation paraît relever davantage de la politique juridique. Veut-on admettre que l'écart informationnel perturbe le marché dans son ensemble ou doit-on conclure qu'il n'est susceptible de causer qu'une perte de confiance dans le public ? Peut-être existe-t-il une voie médiane, consistant en la création de fonds d'indemnisation des investisseurs auxquels seraient reversées les sanctions pécuniaires amendes prononcées dans le cadre de la répression des comportements d'initiés². Cela constitue toutefois un changement des fondements de notre droit de la responsabilité civile, fondé sur la certitude du dommage. C'est pourquoi le droit commun ne

¹ L'article 621-15, III COMOFI décuple le montant des sanctions susceptibles d'être prononcées par l'Autorité des marchés financiers. Elles peuvent désormais atteindre 100 000 000 d'euros pour les sanctions administratives et 15 000 000 d'euros pour les sanctions disciplinaires. Au-delà de ce plafond, les deux types de sanctions peuvent être indexés sur le profit réalisé, jusqu'à son décuple. Le choix opéré en faveur de la répression résulte également du fait que la composition administrative introduite à l'article L.621-14-1 ne peut pas être suivie en matière d'abus de marché. V. *RTDF* n° 4-2010, p. 139-140, Chron. B. GARRIGUES, E. DESEUZE, N. RONTCHEVSKY ; Y. PACLOT, « L'article L.621-15 toujours recommencé... », *RDBF* n° 6, nov. 2010, alerte 24. Cette aggravation de la répression administrative s'écarte ainsi des préconisations du Rapport COULON, sur lesquelles C. ARSOUZE, « Réflexions sur les propositions du Rapport Coulon concernant le pouvoir de sanction de l'AMF », *Bull. Joly Bourse*, juin 2008, p. 246.

² En conclusion de son ouvrage, un auteur formule l'interrogation suivante sur les perspectives futures en matière d'indemnisation : « Les prémices de la logique indemnitaire donneront-elles lieu à la généralisation de mécanismes mutualisés de protection à vocation générale, par exemple sous forme de fonds d'indemnisation ? », P. CLERMONT, *op. cit.*, n° 723, p. 472.

paraît pas constituer un instrument à même de fonder un droit à réparation des conséquences des opérations d'initiés.

933. **CONCLUSION DU CHAPITRE I** - L'étude de la répression des abus de marché permet d'établir juridiquement en quoi consiste la définition de l'objectif de bon fonctionnement du marché. La notion de bon fonctionnement du marché est ainsi appréhendée à partir de la préservation de deux qualités générales de l'information disponible comme conditions de formation du cours de bourse.

Ainsi, la répression des abus de marché assure la fonction prédictive de l'information, en préservant certaines des qualités intrinsèques auxquelles l'information doit répondre. La catégorie des abus de marché est bien réelle en ce que les différents abus de marché assurent, du fait de leur complémentarité, les conditions informationnelles d'établissement du cours de bourse. Par le biais de la répression des manipulations de marché, le droit des instruments financiers assure aux intervenants un égal accès à une information intègre, correspondant à la réalité économique sous-jacente. La répression des opérations d'initiés tend à assurer l'égalité d'accès à l'information des investisseurs, perçue comme une condition nécessaire de réalisation de la fonction prédictive de l'information. Les manipulations de marché tendent à assurer la correspondance de l'information disponible à la réalité économique sous-jacente afin que la formation des cours ne soit pas artificielle. L'égalité d'accès à l'information et son intégrité constituent ainsi les conditions minimales de qualité du processus de prise de décision d'investissement, les atteintes qu'elles reçoivent du fait des abus de marché nuisant à la réalisation de la fonction prédictive de l'information.

Cette hypothèse, qui fonde la répression, a utilement été éprouvée par sa confrontation avec le droit de la responsabilité. En ce que l'action en responsabilité suppose d'établir les conséquences préjudiciables des abus de marché, elle conduit à mettre en lumière la réalité des atteintes à la fonction prédictive de l'information. À ce titre, il a été observé que la catégorie des abus de marché ne présente pas la même unité, certains comportements pouvant être sanctionnés à raison de la mauvaise information du public ou de sa désinformation. Au-delà de cette nécessaire différenciation, la détermination du préjudice indemnisable est malaisée du fait de son caractère diffus. Si les préjudices résultant des manipulations de marché sont aujourd'hui indemnisés, c'est au prix d'un manque de rigueur dans l'emploi des qualifications, dont l'opportunité est toutefois manifeste. Par ailleurs, c'est la réalité même des préjudices résultant d'opérations d'initiés qui paraît incertaine. En relation à ces dernières, la généralité des principes du droit commun de la responsabilité civile ne paraît pas opératoire pour établir de façon rigoureuse la définition et l'étendue du préjudice subi. Le droit commun est susceptible de satisfaire les besoins indemnitaires liés aux manipulations de marché, en vertu de l'importance des considérations de politique juridictionnelle en la matière ; il ne

saurait en revanche répondre à l'incertitude fondamentale de politique juridique entourant les conséquences des opérations d'initiés, pour lesquelles seule l'adoption de systèmes d'indemnisation spéciaux paraît constituer une réponse adaptée.

CHAPITRE II

L'OBJECTIVITÉ, QUALITÉ PARTICULIÈRE DES OPINIONS ÉLABORÉES PAR LES AGENCES DE NOTATION ET LES ANALYSTES FINANCIERS

934. Les fonctions de l'information en droit des instruments financiers ont, porteuses de leurs propres contraintes, façonné des activités dont le seul objet est d'assurer le contrôle critique des informations transmises au marché et véhiculées par lui. L'élaboration d'une information de synthèse qualitative de l'information disponible est ainsi assurée par une catégorie d'intermédiaires en information, composée par les analystes financiers et les agences de notation.

Le rapprochement de ces deux professions au sein d'un unique développement s'impose à un double titre. Tout d'abord, ce traitement conjoint s'explique par la raison formelle de l'association faite par le législateur¹ lui-même entre ces deux professions. Ce choix révèle une approche commune de la recherche d'un mode de régulation adapté à ces deux activités. Plus fondamentalement, elles apparaissent, sinon consubstantielles, du moins caractéristiques du droit des instruments financiers car, par elles, s'opère une évaluation d'origine privée à destination des tiers, des performances et des perspectives d'évolution des émetteurs et instruments financiers. À la différence de ces autres intermédiaires en information que sont les prestataires de services d'investissement, ils n'informent pas sur le risque dont est porteur l'instrument financier mais sur la probabilité de sa réalisation dans un contexte donné. Agences de notation et analystes financiers forment ainsi une catégorie particulière d'intermédiaires informationnels ayant comme fonction de faciliter la réalisation

¹ La loi de Sécurité Financière du 1^{er} août 2003 n°2003-706 a rassemblé les règles applicables à ces deux branches d'activité dans un nouveau chapitre IV du titre du Titre IV du Livre V COMOFI, consacré aux « Services d'analyse financière et agence de notation » (art.L.544-1 à L.544-4). La loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière a modifié le chapitre IV, désormais intitulé « Services de recherche en investissement, d'analyse financière et de notation de crédit » et divisé en deux sections. La première, composée des articles L.544-1 à L.544-3 est consacrée aux « services de recherche en investissement ou d'analyse financière » et la deuxième, qui comprend les articles L.544-4 à L.544-6, est relative aux « services de notation de crédit ». L'article 10 de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 fixe l'entrée en vigueur des articles L.544-5 et L.544-6, concernant la responsabilité et les clauses exclusives de responsabilité, au 1^{er} janvier 2011. Le dispositif est ainsi ramifié, sans que sa cohérence ne s'en trouve modifiée. Les activités de notation et d'analyse financière restent formellement incluses au sein d'un même chapitre, quoique soumise à des dispositifs différents. Les règles applicables aux agences de notation ont pour source essentielle le règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009, JOUE 29.12.2009, L.302/1, modifié par le règlement (UE) N°513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011, JOUE 31.5.2011, L.145/30 alors que les analystes financiers voient leurs obligations précisées au Livre III RG AMF.

d'anticipations pour un public d'investisseurs. À cet égard, la distinction entre analystes financiers – producteurs ou diffuseurs de recommandations d'investissement – et agences de notation, producteurs d'opinions limitées à la seule solvabilité d'un émetteur – ne doit pas conduire à méconnaître l'identité de fonction de ces deux activités. Elles participent en effet toutes deux à « *l'intelligibilité et à l'accessibilité de l'information financière* »¹ et comportent « *chacune une part de subjectivité* »². Il paraît ainsi juste de souscrire à l'affirmation selon laquelle « *que ce soit du point de vue de la nature ou de la finalité, les secondes [les notations de crédit] n'apparaissent, en réalité, qu'une espèce du genre constitué par les premières [les analyses financières]* »³.

Cette observation ne résulte toutefois pas strictement du droit positif. Avant l'adoption de la loi n° 2010-1249 de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, il avait été suggéré que l'article L.621-7, IX du Code monétaire et financier conférait, en raison de la généralité de ses termes⁴, une compétence à l'Autorité des marchés financiers relative aux activités des agences de notation⁵. Cette analyse paraît rétrospectivement inexacte aujourd'hui car le législateur a introduit, à l'occasion de la loi précitée, un XI à l'article L.621-7 et un 16° à l'article L.621-9 précisant les compétences de l'AMF concernant la notation de crédit⁶. Il en résulte que les agences de notation ne sont pas assimilées aux catégories des producteurs et diffuseurs de recommandations d'investissement dont l'activité est respectivement définie aux articles R.621-30-1 et R.621-30-3 du Code monétaire et financier⁷.

Au-delà de cette différence formelle, il est cependant nécessaire de réaliser un examen de ces activités de manière à en préciser la nature et la fonction communes. Leur étude sera donc

¹ V. JAMET, *De l'influence du principe de transparence sur la chaîne de régulation de l'information financière*, thèse Nice 2007, n° 774, p. 632.

² *Idem*, n° 775, p. 632.

³ *Idem*, n° 775, p. 633. En dépit de ce constat, l'auteur procède toutefois dans son chapitre à une étude séparée des analystes financiers, puis des journalistes et enfin des agences de notation, qui ne permet pas d'étayer l'hypothèse de départ relative à la similitude fondamentale des activités en cause.

⁴ Selon l'article L.621-7, IX, le règlement général AMF détermine « les règles relatives aux recommandations d'investissement destinées au public et portant sur tout émetteur dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un instrument financier qu'il émet, lorsqu'elles sont produites ou diffusées par toute personne dans le cadre de ses activités professionnelles, ainsi que les règles applicables aux personnes qui réalisent ou diffusent des travaux de recherche ou qui produisent ou diffusent d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement concernant des actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1, à l'intention de canaux de distribution ou du public ». L'article L.621-9, 16° confère à l'AMF la compétence de veiller au respect des obligations professionnelles des agences de notation de crédit.

⁵ V. l'analyse de V. JAMET, *op. cit.*, n° 776-778, p. 633-635.

⁶ Selon ce texte, il revient désormais au règlement général de l'AMF de déterminer : 1° les conditions d'enregistrement et d'exercice de l'activité des agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 ; 2° les obligations relatives à la présentation et à la publication des notations ainsi que les exigences de publication qui incombent aux agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 ; 3° les règles de bonne conduite s'appliquant aux personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 et les dispositions propres à assurer leur indépendance d'appréciation et la prévention des conflits d'intérêts ; 4° les modalités de publication, chaque année, du régime général de rémunération des agences de notation mentionnées à l'article L. 544-4, en fonction des catégories d'émetteurs et de produits notés.

⁷ La rédaction en vigueur de ces textes résulte du décret n° 2011-1254 du 7 octobre 2011.

menée conjointement en formulant l'hypothèse que, malgré leur différence d'objet, analyse et notation financières élaborent une information destinée au marché qui doit présenter les mêmes caractères et se prête ainsi à une qualification unique. Cela résulte de la très grande similitude des enjeux et des modalités de leur discipline juridique. Ces deux activités ont en effet une incidence forte sur les appréciations que porte le public des investisseurs sur un émetteur ou un instrument financier¹. Elles sont désormais soumises à des réglementations spécifiques compte tenu de la diffusion publique des opinions qu'elles élaborent². Ainsi, la réglementation applicable aux analystes financiers se limite en réalité aux analystes dits « *sell side* »³. C'est ainsi principalement à raison de leur nature d'information publique que les analyses et notations financières s'inscrivent dans le cadre de cette étude car c'est à ce titre qu'elles sont régies par la règle de droit.

Ce n'est pas la détermination de l'objet de l'information communiquée par les agences de notation et les analystes financiers qui fait difficulté. L'utilité de l'appréciation résultant des notes et analyses financières résulte en effet de la compétence reconnue à leurs auteurs, ce qui suppose de leur laisser une liberté d'action. A ce titre, le règlement du 31 mai 2011 a posé un principe de non-interférence dans l'article 23 du règlement 1060/2009, qui dispose désormais que « *[d]ans l'exercice de leurs missions au titre du présent règlement, ni l'AEMF, ni la Commission, ni aucune autre autorité publique d'un Etat membre n'interfèrent avec le contenu des notations de crédit ou les méthodes utilisées* ».

L'encadrement juridique des activités d'analyse et de notation financière ne passe donc pas par une standardisation du contenu de l'information, comme il en va à l'égard des émetteurs et des investisseurs. Le problème vient plutôt des conditions dans lesquelles cette information critique, destinée des investisseurs particuliers ou au marché dans son ensemble, est élaborée.

¹ V. JAMET, *op. cit.*, n° 775, p. 632-633 : « les opinions émises par les agences de notation, concernant la solvabilité des émetteurs ou la qualité d'un instrument financier, sont tout aussi déterminantes dans les stratégies d'investissement des investisseurs que les recommandations formulées par les analystes financiers ou par des journalistes financiers ».

² Le règlement n° 1060/2009 précise en effet à son article 2, paragraphe 1 qu'il s'applique aux notations de crédit émises par des agences de notation de crédit enregistrées dans la communauté et qui sont communiquées au public ou diffusées sur abonnement.

³ Il a en effet été observé que la définition de l'analyse financière – y compris dans sa première formulation par l'article 2-4-1 du règlement général du Conseil des marchés financiers, résultant d'un arrêté du 2 mai 2002, JORF n°105 du 5 mai 2002, p. 8612, texte n° 25 – que la réglementation ne concerne que les analyses dites « *sell side* », qui ont vocation à être publiées auprès du public, et non les analyses « *buy side* », élaborée essentiellement dans une cellule de gestion de portefeuille ou au profit de fonds d'investissement : J.-J. DAIGRE, « L'analyse financière, une nouvelle activité réglementée », in *Droit et actualité – Études offertes à Jacques BÉGUIN*, Litec 2005, p. 231. Sur la distinction entre analystes « *buy side* » et « *sell side* », J.-P. PIERRET, « La profession d'analyste financier », *RLDA*, suppl. au n° 63, sept. 2003, p. 21 ; J.-P. ZIMMERMANN, « Les analystes financiers », *Rev. soc.* 2003, p. 741 : « On utilise une distinction anglo-saxonne traditionnelle pour décrire les métiers d'analystes financiers. D'un côté, les analystes « *sell-side* » qui collaborent aux activités de banque d'investissement et de courtage de titres, de l'autre les analystes « *buy-side* » qui travaillent pour la gestion d'actifs, des analystes qui dans ce cas peuvent d'ailleurs être gérants eux-mêmes dans des petites structures. Cette distinction recoupe un autre clivage : les « *sell-side* » ont vocation à rendre publiques leurs recherches, alors qu'au contraire les études « *buy-side* » restent en principe internes ».

La règle de droit a vocation à intervenir en amont, au stade des conditions de réalisation du travail intellectuel d'appréciation des émetteurs et des instruments financiers.

Le dispositif doit tendre à permettre que soit transmise au marché une information présentant des caractères suffisants d'objectivité. La tension fondamentale en la matière réside dans l'opposition entre la revendication d'un droit à l'irresponsabilité des analystes et agences de notation fondé sur la nature nécessairement subjective et imparfaite des appréciations qu'ils conçoivent et l'aspiration du dispositif à assurer la plus grande objectivité dans les conditions d'élaboration des notes et analyses de façon à en assurer la valeur prédictive. Conférer à l'information délivrée par les agences de notation et les analystes financiers des caractères suffisants de neutralité et d'objectivité apparaît ainsi comme l'enjeu de la réglementation qui permettra à ces activités de réaliser correctement leur fonction prédictive.

Il convient donc de cerner en premier lieu les risques que recèlent les activités envisagées en terme de partialité et de conflits d'intérêts dans la présentation de l'information (Section I), pour apprécier la conformité de la réglementation aux objectifs qui doivent être les siens (Section II).

SECTION I : Le risque des conflits d'intérêts comme atteinte à l'objectivité des opinions des analystes financiers et des agences de notation

935. Le postulat adopté ici est celui d'une similitude de la fonction des analyses et de la notation financières en dépit des différences qui existent par ailleurs entre ces deux activités. C'est à partir de la détermination de la nature particulière de l'information, commune à ces deux activités, qu'il convient de poser les problèmes de leur discipline juridique. En effet, analyse et notation financières opèrent un traitement de l'information disponible aux fins de l'élaboration et de la transmission d'une opinion, élément d'information particulier, dont la valeur réside dans son caractère tendanciellement objectif du point de vue de l'analyste¹ qui l'élabore (1§). L'enjeu de la réglementation consiste donc à assurer l'objectivité de l'opinion permettant de lui reconnaître une valeur prédictive par le traitement des conflits d'intérêts susceptibles de l'affecter (§2).

¹ Ce terme ne se réfère pas au seul analyste financier, le règlement (CE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation définissant comme « analyste de notation » une personne exerçant des fonctions d'analyse nécessaires à l'émission d'une notation de crédit, au d) de son article 3, paragraphe 1.

§1. La qualification de l'information : l'opinion prédictive

936. Si les activités de notation et d'analyse financière ne reçoivent pas la même qualification juridique, elles ont néanmoins un objet commun qui répond à leur fonction d'instrument concourant aux prédictions des investisseurs. Cet objet peut être défini de façon compréhensive comme une prestation intellectuelle conduisant à une appréciation qualitative des perspectives d'un émetteur ou d'un instrument financier.
937. La doctrine s'accordait jusqu'ici à voir dans les contrats conclus avec les agences de notation un contrat d'entreprise¹. Cette qualification devait être retenue du fait que la prestation de l'entrepreneur peut être de nature intellectuelle, ainsi que la Cour de cassation l'a fréquemment retenu². L'adoption de la loi n° 2010-1249 le 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière conduit à modifier une telle qualification. Un 8° a en effet été inséré à l'article L.321-2 du Code monétaire et financier par l'article 10 de cette loi, pour inclure les activités de notation financière dans la liste des services connexes aux services d'investissement. S'agissant des analystes financiers, leur inclusion au nombre des services connexes à l'article L.321-2, 4° du Code monétaire et financier résulte de la transposition en droit français de la directive 2004/39/CE³ opérée par l'ordonnance n° 2007-1490 du 18 octobre 2007.

Ainsi, si leur qualification comme contrat d'entreprise et service connexe tendait à les distinguer, les activités de notation et d'analyse financière reçoivent désormais une qualification commune. Au-delà d'une telle qualification, c'est le caractère intellectuel de leur prestation caractéristique qui conduit à les rapprocher. En effet, les prestations de notation et d'analyses financières ont un même objet. Distinct des obligations de renseignement et de conseil (A), cet objet consiste en l'élaboration et la communication d'une opinion prédictive, qualification juridique autonome qui doit être précisée (B).

¹ En ce sens, B. DONDERO, M. HASCHKE-DOURNAUX, S. SYLVESTRE, « Les agences de notation », *Actes pratiques Sociétés* nov.-déc. 2004, n° 23, p. 9 ; A. COURET, « Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation », *Rev. soc.* 2003, p. 769, n° 9 ; B. QUENTIN, « Les agences de notation », *RDBF*, nov.-déc.2004, p. 466 ; J.-P. MATTOU et S. MOUY, « La notation », *Bull. Joly Bourse*, sept. 1994, p. 454.

² Par exemple, à propos de la sous-traitance, Civ.3^e, 28 févr.1984, pourvoi n° 82-15550, *Bull. civ.* III, n° 51, énonçant que « les travaux d'ordre intellectuel ne sont pas exclus de la définition du contrat d'entreprise ». V. sur cette question et pour d'autres exemples P. MALAURIE, L. AYNES, P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, 5^e éd., Defrénois, 2011, n° 752, p. 440-441.

³ Annexe I, section B, 5°, repris à l'annexe I, Section B, 4° de la *Proposition de directive* COM(2011) 656 du 20.10.2011, préc.

A. Les qualifications exclues

938. Au sens large, l'analyse comme la note peuvent être définies comme une information dont la communication constitue l'objet des activités de notation et d'analyse. Contrats d'entreprise devenus services connexes, les activités de notation et d'analyse ont pour prestation caractéristique la communication d'une information qui doit toutefois être distinguée des prestations traditionnelles portant sur une information que constituent renseignement, conseil et mise en garde. Cette dernière doit d'emblée être exclue. En effet, les notations et analyses peuvent apparaître, selon les cas, favorables ou non à la décision d'investissement ou de désinvestissement. La qualification de mise en garde serait donc relative au sens de l'analyse ou de la notation, ce qui ne permet aucune détermination à la fois précise et compréhensive de ce que représentent ces informations pour leurs destinataires. Elles peuvent se présenter comme une mise en garde ou comme une incitation au gré du sens dans lequel elles sont élaborées, ce qui n'est pas de nature à en préciser la qualification juridique.
939. Plus délicate apparaît être la distinction des analyses et notations à l'égard du renseignement et du conseil¹. En raison de leur nature qualitative, les informations résultant d'une analyse ou d'une note se distinguent de la dimension purement descriptive du renseignement (1). L'appréciation qu'elles comportent n'est toutefois pas assimilable à un conseil en ce qu'elle n'a pas vocation à déterminer la prise de décision du destinataire de l'information (2).

1. Prestation de renseignement

940. Analyse financière et notation ont une nature différente de celle d'un simple renseignement². Le renseignement constitue en effet une information « à l'état brut »³, « une information

¹ On se référera aux notions de conseil et de renseignement plutôt qu'aux contrats de renseignement et de conseil pour deux raisons. L'étude porte sur la détermination de l'information émise par les analystes financiers et agences de notation. Une telle information doit donc être distinguée d'autres types d'informations, envisagées en elles-mêmes, indépendamment de leur source juridique. En outre, l'étude de la notation révèle que celle-ci peut être communiquée en dehors de tout contrat avec un émetteur ce qui n'en change pas la fonction, quoiqu'elle ne puisse de ce fait être qualifiée d'obligation contractuelle. En effet, l'article 10, paragraphe 5 du règlement (CE) n° 1060/2009 traite des notations non sollicitées, pour lesquelles, par hypothèse, aucun contrat n'a été conclu entre l'agence de notation et l'émetteur ou des tiers liés.

² Refusant la distinction entre information et renseignement, v. M. FABRE-MAGNAN, *op. cit.*, n° 9, p. 8 : « Information et renseignement peuvent toutes deux avoir les mêmes origines et leur contenu ainsi que leur portée être identiques. Il s'agit, dans les deux cas, de communiquer à autrui un élément objectif, à l'état brut ». En sens contraire, opérant la distinction entre information et renseignement à l'égard de la notion de conseil sans autrement la préciser, N. REBOUL, *Le contrat de conseil*, PUAM, 1999, n° 29 et s., p.38 et s.

³ V. note précédente, mais aussi, antérieurement, un auteur énonçant que « Devoir un renseignement, c'est devoir une information à l'état brut », C. LUCAS DE LEYSSAC, « L'obligation de renseignements dans les contrats », in *L'information en droit privé*, L.G.D.J., 1978, n° 3, p. 306 ; F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 455, p. 472.

objective »¹, sur laquelle reposent analyse et notation financières sans aucunement s’y identifier. Si le débiteur d’une obligation de renseignement sera souvent conduit à donner un avis à celui qui le demande², le renseignement fourni en tant que tel est constitué par une somme d’informations sur une question donnée, présentant « *un coefficient relatif de certitude objective* »³.

941. Il suffit, pour s’en convaincre de s’en tenir à la définition donnée de chacune de ces activités. L’analyse financière, ou recherche en investissements, est définie à l’article L.544-1 du Code monétaire et financier comme : « *des travaux de recherche ou d’autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d’investissement, explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs d’instruments financiers, y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments, destinés aux canaux de distribution ou au public* »⁴. Issue d’un règlement de l’Union européenne, la définition de la notation de crédit ne figure pas dans les sources nationales, par effet de l’application directe du règlement en droit interne. La notation de crédit est entendue par l’article 3, paragraphe 1, a) règlement (CE) n° 1060/2009 comme : « *un avis, émis par application d’un système de classification bien défini et bien établi, prévoyant différentes catégories de notation, concernant la qualité de crédit d’une entité, d’une dette ou obligation financière, d’un titre de créance, d’actions privilégiées ou autres instruments financiers, ou d’un émetteur d’une telle dette ou obligation financière, de telles actions privilégiées ou d’un tel instrument* ».
942. Il découle de ces définitions que tant la notation que l’analyse suppose un effort de recomposition intellectuelle de l’information sur laquelle elles se fondent, en vue d’en permettre la synthèse critique. Cet élément d’information que constituent analyse et notation apparaît comme une appréciation qualitative de la situation d’une « entité » ou d’un instrument financier, qui n’est pas réductible à la simple présentation des autres éléments d’information qu’elles prennent en compte. Elles présentent en outre toutes deux un fort aléa lié à leur dimension intrinsèquement prospective. Ainsi, le caractère autorisé du

¹ P. MALAURIE, L. AYNÈS, P. STOFFEL-MUNCK, *op. cit.*, n° 777, p. 396. Sur la différence entre les informations objectives que constituent, d’une part, une obligation de renseignement, et, d’autre part, la mise en garde, voir M. FABRE-MAGNAN, *op. cit.*, n° 11, p. 9 : « Mettre en garde quelqu’un, c’est certes lui fournir une information, mais en insistant et en attirant son attention sur les risques qu’il y aurait à ne pas en tenir compte. La mise en garde est ainsi plus contraignante que le simple renseignement : elle exige du débiteur non seulement qu’il fournisse une information objective, mais encore qu’il souligne les conséquences, objectives elles aussi, à déduire de cette information, le tout dans une perspective de risque, de danger à éviter ».

² Ph. DELEBECQUE, *Contrat de renseignement : J.-Cl. Contrats-Distribution, Fasc. 795*, n° 45, cité par B. DONDERO, M. HASCHKE-DOURNAUX, S. SYLVESTRE, « Les agences de notation », *préc.*, n° 23, p. 9, note 41.

³ R. SAVATIER, « Les contrats de conseil professionnel en droit privé », *D.* 1972, chron. XXIII, n° 10, p. 140.

⁴ Cette disposition énonce les conditions à remplir pour fonder la qualification d’analyse financière, qui sont au nombre de trois. Les travaux de recherche doivent être désignés comme « analyse financière » ou « recherche en investissements » ou être autrement présentés comme une explication objective et indépendante du contenu de la recommandation (1°) ; ils ne sont pas assimilables à la fourniture de conseil en investissement (2°) et ils sont effectués conformément aux dispositions du règlement général de l’Autorité des marchés financiers (3°).

renseignement ne suffit pas à l'apparenter à la notation. Il n'est pas juste de conclure sur la base d'un tel caractère à « *une similitude d'objet* » du contrat de renseignement avec la notation¹. Analyse et notation se nourrissent de renseignements dont elles doivent réaliser l'évaluation en vue de fournir une information d'ordre qualitatif, qui dépasse la simple description. La distinction de l'analyse et de la notation d'avec la notion de conseil apparaît, en revanche, plus délicate.

2. Prestation de conseil

943. Selon une doctrine devenue classique, « *le conseil fourni a pour but d'orienter une décision chez celui qui le sollicite* »², se distinguant ainsi de l'avis ou du simple renseignement, en ce qu'il comporte une « *incitation* »³ à agir adressée au destinataire. « *Incitatif et directif* »⁴, le conseil « *n'est ni objectif, ni neutre* »⁵ et constitue « *une opinion émise en fonction du but poursuivi par son cocontractant* »⁶. Le conseil⁷ peut ainsi être défini par convention en fonction de deux éléments caractéristiques. Il tend à déterminer le sens de la décision à prendre par le destinataire, du fait de son caractère incitatif. Il suppose donc la prise en compte de la situation particulière du destinataire et de la finalité qu'il poursuit⁸.

C'est à partir de ces deux caractéristiques que l'on mettra en lumière qu'analyse financière et notation ne constituent pas un conseil. Elles s'en détachent toutes deux par leur degré de proximité avec les investisseurs auxquels elles sont destinées, ce qui en modifie la nature. Comme le conseil, notation et analyse financière ont une nature qualitative et peuvent orienter la prise de décision. Elles n'ont toutefois pas pour finalité de déterminer le sens de la prise de décision. Elles ne présentent ainsi pas de caractère intrinsèquement directif ni ne tiennent compte de la situation particulière de leur destinataire. Si analyse et notation financières doivent ainsi toutes deux être distinguées conceptuellement des activités de conseil, les considérations de droit positif permettant d'étayer une telle affirmation doivent être exposées

¹ C'est ce qu'ont affirmé B. DONDERO, M. HASCHKE-DOURNAUX, S. SYLVESTRE, « Les agences de notation », préc., n° 23, p. 9.

² R. SAVATIER, « Les contrats de conseil professionnel en droit privé », préc., n° 10, p. 140.

³ *Ibid.*, « L'objectivité du renseignement se suffit à elle-même : elle n'implique, en soi, aucune impulsion à agir ou à ne pas agir ». Sur la difficulté qu'il peut y avoir à distinguer en pratique conseil et renseignement, P. LE TOURNEAU, « De l'allègement de l'obligation de renseignement ou de conseil », *D.* 1987, Chron. p. 101, notant que « Le passage du renseignement au conseil s'opère de façon subreptice ». Voir aussi, N. REBOUL, *op. cit.*, n° 33 et s., p. 41. Au plan conceptuel, l'auteur précitée affirme que le conseil « est certainement plus contraignant que le renseignement car la simple transmission d'un fait empirique ne suffit pas ; il nécessite une véritable adéquation avec l'objectif poursuivi par le client », n° 34, p. 41-42.

⁴ N. REBOUL, *op. cit.*, n° 3, p. 14.

⁵ *Ibid.*

⁶ *Ibid.*

⁷ Sur la différence entre contrat et obligation de conseil, N. REBOUL, *op. cit.*, n° 5-6, p. 15-16.

⁸ Le conseil se distingue ainsi de la communication d'une information en ce qu'il « est donné ponctuellement par le professionnel à un client déterminé, sous une forme personnalisée », N. REBOUL, *op. cit.*, n° 31, p. 39.

séparément. La frontière entre l'analyse financière et le conseil apparaît en effet plus délicate à tracer (a) que celle entre le conseil et la notation de crédit (b).

a. Analyse financière et conseil en investissement

944. Au sens de l'article L.544-1 précité du Code monétaire et financier, les analyses financières - ou recherches en investissement¹ - sont des travaux de recherche ou autres informations « *recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, explicitement ou implicitement, (...) y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments* ». Le terme d'« opinion » sur le cours ou la valeur d'instruments financiers comme la référence à l'idée de recommandation ou de suggestion d'une stratégie d'investissement semblent évoquer l'idée générale de conseil. Une opinion sur la valeur d'un instrument financier tout comme l'indication d'une stratégie d'investissement paraissent susceptibles d'orienter, voire de déterminer la prise de décision de leurs destinataires. Il faut alors avoir égard au dispositif dans son ensemble qui exclut les analystes financiers du statut des conseillers en investissement financier, figure particulière de la catégorie générale du contrat de conseil².
945. Quel(s) élément(s) permettent de distinguer la recommandation d'une stratégie d'investissement à l'activité voisine de conseil en investissement ? La ligne de partage est ténue mais doit être précisée en ce qu'elle constitue une articulation recherchée par le droit positif. Elle repose sur une détermination essentiellement formelle. L'article L.544-1, 2° dispose que les travaux de recherches en investissement ou d'analyse financière « *ne sont pas assimilables à la fourniture de conseils en investissement* », le 1° précisant, dans un souci de nominalisme sans doute indispensable, que ces travaux doivent être désignés comme tels ou être présentés « *comme une explication objective et indépendante du contenu de la recommandation* ». L'analyse financière n'est ainsi pas un contrat de conseil par détermination de la loi.
946. Cette distinction formelle simplifie le problème de qualification mais ne suffit pas à préciser au plan conceptuel la différence entre conseil en investissement et analyse financière. La

¹ Sur l'évolution qu'a connue la définition de l'analyse financière et la portée terminologique de la distinction entre analyse et recherche en investissement, T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 223, p. 314-315, spéc., p. 314, note 1 : « Si l'on compare les termes de la Directive et ceux du règlement général de l'AMF, il est intéressant de noter qu'alors que le législateur européen paraît s'engager dans une harmonisation de la terminologie à partir de l'appellation « recherche en investissements » pour rendre compte de l'activité, et « analystes financiers » pour identifier les professionnels qui l'exercent, le Règlement général de l'AMF, reste fidèle à la dénomination « analyse financière » pour nommer « soit une analyse financière ou une recherche en investissements », ainsi que cela résulte de l'article 313-25, 1° RG AMF.

² Un auteur énonce, à propos de la figure voisine du « conseil en investissements financiers », qu'il « est un contrat de conseil parmi d'autres », B. DONDERO, « Les conseillers en investissements financiers », *LPA* 14 novembre 2003, p. 58.

différenciation est néanmoins nécessaire et repose sur un fondement plus substantiel que la seule recherche de cohérence du dispositif. Au-delà du nominalisme législatif, la distinction doit être faite en fonction de l'objet de l'activité comme de ses modalités d'exercice.

947. Quant à leurs objets, le conseil en investissement et l'analyse financière sont définis comme des « recommandations ». La référence commune à la notion de recommandation renvoie toutefois à des activités différentes. La directive 2004/39/CE énonce en effet à son article 4, paragraphe 1, 4) que le conseil en investissement s'entend de « *la fourniture de recommandations personnalisées à un client, soit à sa demande, soit à l'initiative de l'entreprise d'investissement, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers* »¹. À la différence de l'analyse financière, la recommandation que comporte le conseil en investissement doit donc être personnalisée, notion que vient opportunément préciser l'article 52 de la directive d'application 2006/73/CE. Selon ce texte, « *une recommandation est réputée personnalisée lorsqu'elle est adressée à une personne en raison de sa qualité d'investisseur ou d'investisseur potentiel* »² ou à l'agent d'une telle personne, l'alinéa suivant précisant qu'une telle recommandation « *doit être présentée comme adaptée à cette personne ou fondée sur l'examen de la situation propre de cette personne* »³. Le caractère personnalisé de la recommandation est ultérieurement précisé au plan de son contenu qui, selon la même disposition, consiste en l'opportunité pour le destinataire de

¹ Cette définition est reprise à l'identique à l'article 4, paragraphe 2, 3) de la *Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil* du 20.10.2011, qui inclut toujours le conseil investissement dans la catégorie des services d'investissement, au 5° de la section A de l'annexe I. La définition européenne a été transposée en droit français à l'article D.321-1, 5° COMOFI avec une différence notable de rédaction. En droit interne, le destinataire du conseil n'est pas un client mais un *tiers*, notion « plus large que celle de « client » en ce qu'elle englobe également les « clients potentiels », P. ARESTAN, « Le service de « conseil en investissement » de la directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIF) – *De l'élaboration des principes à la mise en œuvre opérationnelle* », in *Mélanges AEDBF – France*, V, Revue Banque édition, 2008, p. 28. Cet auteur remarque ainsi qu'« on peut se demander s'il ne faudrait pas y voir une tentative d'élargir ce service (...) au-delà de son périmètre harmonisé par la directive, cherchant à englober dans le champ de ce service, l'actuelle obligation française d'information, de mise en garde et de conseil (...). L'effet immédiat de cette substitution de mots serait donc d'ouvrir considérablement le périmètre du nouveau service de conseil en investissement, en y attrayant toute la relation précontractuelle relative à l'offre de n'importe quel produit ou service financier », p. 28-29.

² Reprise sans modification à l'article 314-43, alinéa 1^{er} RG AMF.

³ Art. 314-43, al.2 RG AMF. Cette précision relative au caractère personnalisé de la recommandation fait suite au mandat délivré au CESR le 25 juin 2004 par la direction générale marché intérieure de la commission européenne en vertu duquel devait être rendu un avis concernant la définition du conseil en investissement. Il était attendu du CESR que la recommandation personnalisée soit distinguée des notions voisines de « recommandation générale », « communication marketing », « information donnée au client », « offre simple » et « activités menées par les agents liés ». L'avis technique rendu par le CESR le 30 avril 2005 (document CESR/05-290b, p.7-11) a donné lieu à la publication d'un projet de réglementation le 11 juillet 2005 dont l'article 17 défini la recommandation personnelle (documents de travail ESC/23/2005 et ESC/24/2005 émis les 7 et 11 juillet 2005 par la DG marché intérieur et services). La définition a été reprise avec quelques modifications de rédaction dans le projet de directive du 14 juin 2006 (document de travail ESC/8/2006-rev3), dont les considérants et les dispositions ont été intégralement inscrites dans la directive d'application 2006/73/CE du 10 août 2006. Voir sur cette élaboration la présentation précise et complète de P. ARESTAN, « Le service de « conseil en investissement » de la directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIF) ... », préc., p. 15-19.

réaliser une opération¹ ou d'exercer un droit conféré par un instrument financier permettant de réaliser une telle opération². La recommandation personnalisée qui constitue la prestation caractéristique du conseiller en investissement est ainsi plus précise et concrète que celle de l'analyste financier, qui se limite à la formulation générale d'une stratégie d'investissement. L'analyse financière est au contraire définie comme une recommandation d'investissement à caractère général par l'article 313-25, 1° du règlement général AMF³. À la différence de la recommandation personnalisée, la recommandation générale se distingue en ce qu'elle n'est pas élaborée en considération de la situation particulière du destinataire⁴. Cette différence essentielle est confortée par les modalités de diffusion de la recommandation générale. Si elle n'est pas définie dans les dispositions des directives communautaires, elle est entendue par le considérant 83 de la directive 2006/73/CE comme la recommandation destinée aux canaux de distribution⁵ ou au public.

948. En somme, l'analyse financière ne constitue pas un conseil en ce que, d'une part, elle n'a pas vocation à *déterminer* la prise de décision mais simplement à *indiquer* le sens dans lequel la décision d'investissement apparaîtrait profitable et, d'autre part, elle ne présente pas le caractère nécessairement personnel de la prestation de conseil⁶. Le caractère personnalisé de la recommandation issue d'une analyse financière est en effet exclu par l'alinéa 3 de l'article 52 précité, qui énonce, quant aux modalités d'exercice de l'activité, qu'une « *recommandation n'est pas réputée personnalisée si elle est exclusivement diffusée par des canaux de distribution ou destinée au public* ». Cette exigence de publication, consubstantielle à la définition de l'activité, implique que l'analyse est objective, fondée sur l'émetteur ou l'instrument en question et non sur la pertinence de la décision d'investissement

¹ Au sens de l'article 52, a), la recommandation doit porter « l'achat, la vente, la souscription, l'échange, le remboursement, la détention ou la prise ferme d'un instrument financier particulier », transposé à l'article 314-43, 1° RG AMF.

² L'article 52, b) énonce que la recommandation vise alors « l'exercice ou le non exercice du droit conféré par un instrument financier particulier d'acheter, de vendre, de souscrire, d'échanger ou de rembourser un instrument financier », transposée à l'article 314-43, 2° RG AMF.

³ Et ce, au même titre que les communications à caractère promotionnel régies par l'article 313-28, en vertu de l'article 313-25, 2° RG AMF. La distinction essentielle entre communication promotionnelle et analyse financière tient évidemment à l'absence d'indépendance de la première, nécessaire à la seconde : art.313-28, 2°.

⁴ CESR/05-290b, p. 9 : « *The main criterion for differentiating a "general recommendation" from a personal recommendation is the fact that a general recommendation will generally not be understood to be suited to, or based on a consideration of, the recipient's personal circumstances. However, where the substance of a recommendation is common to a number of documents that are each expressed to be suited to or based on a consideration of the circumstances of the recipients, those documents are capable of constituting both personal recommendations and general recommendations* ».

⁵ Les canaux de distribution sont eux-mêmes définis à l'article premier, 7) de la directive 2003/125/CE de la commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du conseil en ce qui concerne la présentation équitale des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts (JOUE 24.12.2003, L.339-73), dans les termes suivants : « les canaux par lesquels l'information est rendue publique ou est susceptible de l'être, et par « information susceptible d'être rendue publique », toute information à laquelle ont accès un grand nombre de personnes ».

⁶ « Destinée au public, l'analyse financière se distingue du conseil en investissement apporté à une personne en particulier », M. GERMAIN et V. MAGNIER, *Traité de droit des affaires – Les sociétés commerciales*, t. 2, 20^e éd., L.G.D.J. 2011, n° 2112, p. 868.

consécutives que pourrait prendre le client. Prestations de conseil en investissement et d'analyse se distinguent en ce que le conseil est élaboré *intuitu personae*, en fonction du client, alors que l'analyse est réalisée *intuitu rei*, sur la base de l'objet du contrat qui porte sur un émetteur ou des instruments financiers déterminés¹, sans que l'analyste n'ait à s'intéresser à la pertinence de l'investissement envisagé par le client à l'égard de l'émetteur ou instrument considéré. Tel doit être le critère pour distinguer conseil en investissement et analyse financière. Le premier, contrat de conseil, tend à la prise de décision appropriée par un client déterminé ; le second, contrat d'entreprise intellectuelle, tend à fournir les éléments d'analyse qualitative fondant une décision d'investissement, à l'impulsion de laquelle l'analyste doit rester étranger, une fois accompli son travail d'analyse.

949. Ainsi, le conseil en investissement repose sur les éléments caractéristiques de définition du contrat de conseil. L'analyse financière se détache de cette figure particulière du contrat de conseil pour des raisons qui ne tiennent pas tant à son objet particulier qu'aux caractères plus généraux du conseil. La définition échevelée et passablement complexe de la recommandation personnalisée tend en réalité à définir la notion de conseil à partir des éléments classiques que sont la personnalisation de l'information délivrée et sa finalité propre de détermination d'une prise de décision. Tant l'une que l'autre font défaut dans la définition légale de l'analyse financière qui se tient au seuil du conseil sans le franchir.

b. Notation de crédit et conseil

950. La hantise bien compréhensible des agences de notation réside dans le fait de voir assimilées les notes émises à des conseils adressés aux investisseurs². Il suffit de lire la définition qu'elles donnent de leurs activités dans leurs codes de conduite internes pour s'en convaincre. Ainsi, par exemple, dans la définition qu'il donne de la notation, le code de conduite de l'agence Standard & Poor's énonce que « *les notations ne constituent pas un conseil financier, en investissement ou autres. Les notations ne sont pas des recommandations* ».

¹ P. ARESTAN, « Le service de « conseil en investissement » de la directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIF) ... », préc., p. 24 : « Pour qu'il y ait recommandation, la « logique produit » doit donc être dépassée et se voir complétée par une démarche « orientée client ».

² La préoccupation est la même en droit américain, dans lequel dominait jusqu'à récemment la qualification d'opinion sur une question d'intérêt public (*opinion on public matters*) bénéficiant ainsi de la protection constitutionnelle étendue conférée par le premier amendement : cf. *infra*, n° 1043 et s. Des auteurs observaient ainsi : « *whether it is a rating on debt or securities or a course to improve or hold a rating which raters communicate, rating agencies take pains to say that they are not recommending any course of action to individuals and institutions which purchase their advice* », T.-J. DILLON et C.T. EBENROTH, « The rating game: an analysis of rating agencies in the United States », *Journal of International Banking Law (JIBL)*, 1993, p. 174. Comme par un lapsus, ces auteurs concluent leur phrase en utilisant le terme *advice* – conseil – qui traduit en réalité l'objectif de leur démonstration, consistant à renforcer la responsabilité des agences de notation en les soustrayant à la protection constitutionnelle dont elles jouissent.

d'acheter, conserver ou vendre un instrument financier particulier ni de prendre toute autre décision d'investissement »¹.

951. Le premier constat est que la notation de crédit ne constitue pas une recommandation, selon la définition de l'analyse financière², ce qui permet ainsi d'échapper aux ambiguïtés qui résultaient de l'emploi du même terme pour définir le service de conseil en investissement. Par référence à la notion plus générale de conseil, selon les éléments classiques de définition utilisés dans le développement précédent, il apparaît en effet que, en dépit de leur importance pour les investisseurs, les notes ne constituent en rien un conseil, bien que la qualification de contrat de conseil ait été suggérée en doctrine³. Pour récuser une telle qualification, on remarquera en premier lieu que les notations sont susceptibles d'être émises indépendamment de tout contrat, et parfois même sur ordre de la loi, ce qui suffit déjà à réduire la pertinence de la référence faite à la notion de contrat de conseil. Par ailleurs, si la notation peut être définie comme une entreprise intellectuelle, au même titre que le conseil⁴, toute entreprise intellectuelle n'est pas assimilable à un conseil. Le conseil doit être défini en fonction de son incidence sur l'expression du consentement du destinataire. Si notation et conseil relèvent, au sens large, de la catégorie plus vaste des entreprises intellectuelles, elles ne participent pas de la même manière au processus intellectuel de prise de décision. Au sens de la définition donnée par l'article 1, a) précité du règlement (CE) n°1060/2009, la notation n'est en effet qu'un « avis ».
952. En quoi l'avis diffère-t-il du conseil ? Rappelons que le conseil se distingue du simple renseignement du fait des effets recherchés dans la détermination du choix de son destinataire. Pour favorable ou défavorable qu'elle fût, la notation ne constitue en aucun cas une appréciation de nature à fonder en elle-même un choix d'investissement en particulier⁵. Elle

¹ *Rating services Code of conduct, december 2008*, p. 4: "Ratings do not constitute investment, financial or other advice. Ratings are not recommendations to purchase, hold or sell a particular security or to make any other investment decision". Une telle affirmation est supportée par la définition des activités de notation retenue dans le Code de conduite élaboré par l'OICV : "As described in the CRA Report, credit ratings are not recommendations to purchase, sell, or hold any security", *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, Revised May 2008, p.3. Dans le même sens, article 4.6 du *Fitch Ratings Code of Conduct*, August 2010, p. 18; plus restrictif, l'agence Moody's exclut la qualification de conseil à l'égard de l'émetteur, bien qu'une telle exclusion soit impliquée à l'égard des utilisateurs de la notation, p. 8 du *Moody's Investors Service Code of Professional Conduct*, August 2010 : « Nor does MIS act as an advisor to the issuers it rates ».

² Cela résulte de l'article 3, paragraphe 2 du règlement (CE) n°1060/2009 qui énonce que ne sont pas considérées comme des notations de crédit aux fins du paragraphe 1, point a) : « a) les recommandations au sens de l'article 1^{er}, point 3) de la directive 2003/125/CE de la Commission ; b) la recherche en investissements au sens de l'article 24, paragraphe 1 de la directive 2006/73/CE et les autres formes de recommandations générales, telles que « acheter », « vendre », ou « conserver », concernant des transactions sur instruments financiers ou des obligations financières ; et c) les avis relatifs à la valeur d'un instrument financier ou d'une obligation financière ».

³ N. REBOUL, *op. cit.*, p. 220, n° 289.

⁴ *Idem*, p. 224, note 194 qui affirme que « les auteurs assimilent le contrat de notation à un contrat d'entreprise intellectuelle » et d'où elle énonce que « le contrat de notation est un contrat de conseil puisque nous qualifions ce dernier d'entreprise intellectuelle dans le cadre de notre étude ».

⁵ En ce sens, le considérant 10, *in fine* du règlement (CE) n°1060/2009 énonce que « les utilisateurs des notations de crédit ne devraient pas se reposer aveuglément sur les notations de crédit, mais ils devraient mettre le plus

apparaît ainsi comme une opinion indispensable mais pas suffisante¹ à une prise de décision informée. Un élément essentiel de la relation qui s'instaure dans un contrat de conseil fait ici défaut : la connaissance des besoins spécifiques des destinataires. La notation peut être requise à la demande de l'émetteur ou de tiers, comme élaborée à l'initiative de l'agence elle-même et a vocation à être rendue publique ou diffusée sur abonnement². Lorsqu'elle est rendue publique, elle s'adresse alors à l'ensemble des investisseurs qui ne sont pas liés contractuellement à l'agence de notation. S'opère alors une séparation entre la personne qui sollicite l'élaboration d'une information et celle à qui elle est effectivement destinée³. Si l'on reconnaît un caractère *intuitu personae* à la prestation caractéristique du contrat de conseil, il faut bien admettre que, dans sa fonction économique essentielle d'éclairage des perspectives d'investissement par une appréciation synthétique de la solvabilité d'un émetteur, la notation financière n'en constitue nullement un. La notation s'adresse à une foule indéterminée d'investisseurs, qu'elle n'a pas pour vocation de déterminer à acquérir ou céder des instruments financiers en fonction de leurs besoins particuliers. La notation se profile ainsi davantage comme un « *label de qualité* »⁴ que comme un conseil au sens juridique que nous lui avons assigné. Elle ne tient pas compte de la situation particulière des personnes composant le public auquel elle s'adresse.

953. Elle connaît cependant un mode d'élaboration particulier. La notation peut être sollicitée par la personne même à laquelle elle s'applique. L'agence de notation doit ainsi fournir une appréciation objective des performances financières de son client. Une telle analyse abstraite de la prestation à laquelle s'engage l'agence de notation rend ainsi plus pertinente un

grand soin à réaliser leur propre analyse et, à tout moment, faire preuve de la vigilance appropriée lorsqu'ils utilisent de telles notations de crédit ». En ce sens, selon la formule du professeur T. BONNEAU, répondant à l'interrogation suivante, « Les notes attribuées par ces agences doivent-elles être le seul critère de décision des investisseurs ? Assurément non encore. Les notes constituent uniquement un élément d'appréciation parmi d'autres, le travail de notation effectué par les agences ne dispensant pas les investisseurs de former leur propre opinion par un travail personnel d'appréciation des produits et des entreprises notées », « Proposition de règlement », *RDBF*, mars-avril 2009, comm. 77. Égal. le même auteur, qui, concluant sa présentation du règlement, énonce de façon spectaculaire que « les agences de notation ne sont pas des dieux vivants : chacun doit conserver sa capacité personnelle de jugement », *RDBF*, mars-avril 2010, comm. 79. Cette invitation à plus de précaution des investisseurs dans la prise en compte d'une note répond à un objectif politique plus large tendant à réduire au fil du temps l'utilisation de la notation dans la régulation financière, ainsi que cela résulte de la recommandation 3 du rapport rendu par le groupe présidé par Jacques de LAROSIÈRE, *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report*, 25 février 2009, p. 20.

¹ Selon la formule de D. KARYOTIS, *Les agences de notation – Une nouvelle approche du risque*, Revue Banque édition, 1995, p. 144, qui affirme de manière sans doute excessivement optimiste que « tous les investisseurs ont parfaitement conscience que la notation n'est qu'un élément d'appréciation parmi d'autres et qu'il convenait d'intégrer d'autres facteurs telle la liquidité ».

² Le règlement (CE) n° 1060/2009 précise à son article 2, paragraphe 2, a), qu'il ne s'applique pas « aux notations de crédit privées qui sont établies sur la base d'une commande individuelle, sont fournies exclusivement à la personne qui les a commandées et ne sont pas destinées à être communiquées au public ou diffusées sur abonnement » ; v. également le considérant 19.

³ « Sans doute la notation implique-t-elle indirectement un conseil sur l'opportunité d'investir dans l'entité notée, mais cette incitation demeure sous-jacente et surtout ne concerne que les tiers », B. DONDERO, M. HASCHKE-DOURNAUX, S. SYLVESTRE, « Les agences de notation », préc., n° 23, p. 9.

⁴ J.-P. MATTOU et S. MOUY, « La notation », préc., p. 444.

rapprochement de la notation financière avec le contrat d'entreprise. Si une telle qualification n'exclut pas en elle-même celle de contrat de conseil, elle s'en distingue cependant si l'on s'attache à définir précisément l'objet de la notation. Il revient en effet à l'entrepreneur de délivrer une note ou une analyse sur les perspectives d'un émetteur ou d'un instrument financier. L'appréciation qui en résulte est détachée des buts poursuivis par le maître de l'ouvrage qui est seul à même d'en tirer les conséquences. L'émetteur qui se voit donner une note éventuellement faible doit faire en sorte d'améliorer sa situation pour obtenir une amélioration consécutive de la notation. Par réaction, une telle conduite n'implique aucune intervention de l'agence de notation et la notation elle-même n'est pas porteuse des procédés selon lesquels l'émetteur doit agir.

954. En résumé, la notation ne constitue pas une « *incitation explicite à agir* »¹ fondée sur la situation d'un destinataire particulier et elle n'oriente ainsi la conduite de l'émetteur que de manière incidente. Elle n'est donc un conseil ni pour les émetteurs notés, ni pour le public des investisseurs en ce qu'elle ne suppose et ne tend à aucune prise de décision du destinataire dans un sens déterminé. Elle constitue une appréciation qualitative pouvant contribuer à orienter une décision éventuelle dont l'impulsion doit être fondée sur d'autres éléments.

Distinctes d'autres contrats ayant pour prestation caractéristique une obligation d'information, les activités d'analyse et de notation financières ont un objet commun qui leur est propre et qui réside dans l'élaboration et la communication d'une opinion sur les perspectives d'un émetteur ou d'un instrument financier.

B. Une qualification propre aux notes et analyses financières : l'opinion prédictive

955. Si l'analyse et la notation financières ne correspondent ni à une prestation de renseignement, ni à une prestation de conseil, que sont-elles ? La dimension qualitative de l'opinion la distingue du simple renseignement et sa diffusion à une pluralité indéterminée de destinataires, indépendamment de leur besoin, la détache du conseil. Cela étant dit, l'opinion ne reçoit qu'une définition purement négative, ce qui apparaît insuffisant pour conclure à l'identité fondamentale de l'information élaborée par les agences de notation et analystes financiers. Comment dès lors en préciser positivement la définition ?
956. Il faut alors préciser la nature d'une telle information. Bien que leurs activités reçoivent des définitions différentes et portent sur des objets différents², notation et analyses financières

¹ B. DONDERO, M. HASCHKE-DOURNAUX, S. SYLVESTRE, « Les agences de notation », préc., n° 23, p. 9.

² « La notation constitue, au sens large, une forme d'analyse financière. Elle se distingue cependant par son objectif restreint. En effet, là où l'analyse financière étudie l'évolution de la personne morale suivie et celle de tous les instruments financiers qu'elle émet, la notation consiste seulement à évaluer la solvabilité d'un

relèvent désormais toutes deux de la catégorie des services connexes. Elles s'inscrivent dans ce que l'on a pu désigner comme une « chaîne informationnelle »¹. Elles se situent plus spécialement au bout d'une telle chaîne et interviennent aux fins de l'analyse et de l'interprétation des informations diffusées aux tiers et investisseurs. C'est à partir de l'analyse de cette fonction d'interprétation de l'information disponible au marché que pourra être établie la nature commune des informations que sont analyse et notation financières.

957. Impersonnelles, l'analyse et la notation se veulent objectives alors même qu'elles ne constituent que des appréciations nécessairement subjectives formulées par des opérateurs privés². Pour rendre compte de cette fonction d'interprétation commune aux informations délivrées par les agences de notation et les analystes financiers, on aura recours à la notion d'« opinion »³, de nature à englober les notes, définies par le règlement européen comme des « avis ». Par opinion⁴, il faut entendre *une information de nature qualitative, élaborée selon une méthode préétablie, à même d'orienter, sans la déterminer, une prise de décision en relation à l'objet particulier sur lequel elle porte*. Les opinions que constituent analyse et notation financières peuvent recevoir une définition juridique commune, qui repose sur l'existence de méthodes d'analyse déterminées, destinées à en assurer la valeur prédictive pour leurs destinataires. En effet, le régime auquel analyses et notations financières sont soumises révèle qu'elles sont des informations qui doivent être justifiées par la communication de leur mode d'élaboration. Elles sont ainsi des informations complexes qui portent tant sur l'identification de leur contenu critique que sur les méthodes intellectuelles

emprunteur. (...) Elle ne vise qu'à évaluer un risque de non-paiement en temps et en heure de la totalité du principal et des intérêts relatifs à une obligation financière », B. DONDERO, M. HASCHKE-DOURNAUX, S. SYLVESTRE, « Les agences de notation », préc., n° 4, p. 6.

¹ E. COHEN, « Défaillance de la chaîne informationnelle ou crise des modes de contrôle des entreprises », in *Rapport sur l'argent dans le monde*, Association d'économie financière, Montchrestien, 2002, p. 75 et s. ; reprenant une telle hypothèse, V. JAMET, *op. cit.*; v. aussi C. MALECKI et V. MAGNIER, « La régulation des conflits d'intérêts : les impulsions européennes », in *Conflits d'intérêts en droit financier*, dossier du *Journal des sociétés*, févr. 2009, p. 37, dans lequel analystes et agences de notation sont inclus dans « l'ensemble des intermédiaires de la chaîne d'information sur le marché ».

² Un auteur observe au sujet des analystes financiers et des agences de notation que « c'est par leur canal que l'information financière sera analysée, puis retraitée sous forme d'« opinions » (nécessairement *subjectives* car c'est ainsi qu'elles se différencient les unes des autres) », F. MARTIN LAPRADE, « L'indépendance de l'opinion », in *Conflits d'intérêts en droit financier*, dossier *Journal des sociétés*, févr. 2009, p. 17.

³ En ce sens, un auteur qualifie d'« opinions indépendantes » les informations transmises au marché par les analystes financiers, agences de notation et journalistes financiers, A. COURET, « Transparence, indépendance de l'opinion et chaîne de sécurité de l'information », in *Mélanges en l'honneur de Dominique SCHMIDT*, Joly éditions, 2005, p. 168 et p. 169 et s. ; égal. du même auteur, « Propos introductifs », in *Conflits d'intérêts en droit financier*, dossier *Journal des sociétés*, févr. 2009, p. 14 ; égal., dans le même dossier, F. MARTIN LAPRADE, « L'indépendance de l'opinion », préc., p. 17 et s.

⁴ Le terme d'opinion est également utilisé par un auteur pour rapprocher l'activité des agences de notation et des analystes financiers de celles des commissaires aux comptes : D. KLING, « L'information du marché par les commissaires aux comptes, les analystes financiers et les agences de notation », in *Le droit boursier en mouvement*, n° spéc. *RJ com.* 2003, p. 135 : « Les trois catégories professionnelles examinées ici ont en commun d'émettre une opinion sur les entreprises ». Leurs objets diffèrent toutefois. Seules les deux premières opèrent un traitement de l'information disponible à laquelle ils accèdent, le contrôle exercé par les commissaires aux comptes se limitant aux résultats financiers de la société, indépendamment du contexte plus général de marché permettant d'élaborer des prédictions par un public plus large.

qui en ont déterminé le résultat. En outre, la fonction prédictive implique qu'une certaine valeur leur est accordée comme fondement des anticipations du marché, en raison de la réputation de la personne qui les émet. Le droit positif définit donc les conditions d'élaboration nécessaires à assurer leur valeur prédictive pour le public des investisseurs.

Ainsi, agences de notation et analystes financiers réalisent la synthèse de l'information sous un angle qualitatif, qui conduit à estimer qu'elles forgent toutes deux des opinions, informations particulières dont la définition doit être précisée en droit des instruments financiers. Ces opinions peuvent être définies à partir de l'exigence de méthode qui préside à leur élaboration (1) et de leur contenu particulier, consistant en une synthèse critique de l'information disponible à des fins prédictives (2).

1. L'exigence de méthode dans l'élaboration de l'information

958. À la différence des activités de conseil professionnel, qui reposent exclusivement sur la compétence de celui qui les réalise, les activités de notation et d'analyse financières impliquent la révélation des méthodes utilisées pour leur réalisation¹. Alors que le conseil a pour paramètre exclusif la considération subjective et relative de l'intérêt du client, l'opinion, également fondée sur la compétence et la réputation de celui qui l'émet, a un paramètre objectif, constitué par des méthodes générales, systématiques et rigoureuses, de nature tendanciellement objective et invariante.
959. Ainsi que l'avaient observé des auteurs, « *la note attribuée par une agence a pour caractéristique essentielle d'être un indicateur cohérent et normalisé du risque de défaillance d'un émetteur* »². Cette normalisation de la forme résulte aujourd'hui de la réglementation elle-même qui fait obligation aux agences de notation de définir avec précision les méthodes conduisant à l'attribution d'une note. Ainsi, l'avis émis par les agences de notation doit être « émis par application d'un système de classification bien défini et bien établi prévoyant différentes catégories de notation », au sens de la définition qu'en donne l'article 3, paragraphe 1, a) du règlement européen précité. Les agences de notation sont tenues de publier les méthodes qu'elles utilisent³, qui doivent être « *rigoureuses, systématiques, sans discontinuités et pouvant être validées sur la base de données historiques, y compris de contrôle a posteriori* »⁴. Une telle exigence de transparence des méthodes retenues implique la

¹ La difficulté d'opérer la distinction entre les règles concernant les méthodes et les règles intéressant le contenu et l'appréciation est apparue initialement comme un obstacle essentiel à la recherche d'une solution réglementaire aux fins de l'encadrement des agences de notation : Résolution du Parlement européen sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (2003/2081 (INI)), point 13, JOUE, 22.2.2004, C 97 E/120.

² J.-P. MATTOU et S. MOUY, « La notation », préc., p. 444.

³ Art.8, paragraphe 1, renvoyant à l'annexe I, section E, partie I, point 5 du règlement (CE) n° 1060/2009.

⁴ Art.8, paragraphe 3 du règlement précité.

publication des gammes de notation affectées par toute modification des méthodes, modèles ou principales hypothèses de notation précédemment utilisées¹. En ce que les méthodes élaborées confèrent leur valeur prédictive aux notations émises, elles doivent faire l'objet d'une divulgation, mais ne sauraient être déterminées par les autorités de contrôle².

960. De manière similaire, les recommandations d'investissement doivent être élaborées avec probité, équité et impartialité, et présentées de façon claire et précise au sens de l'article 315-1, alinéa 2 du règlement général AMF. Cette exigence générale d'équité oblige ceux qui élaborent des analyses financières destinées à être diffusées, à respecter un certain nombre d'exigences de présentation. Ainsi, en particulier, au titre des prescriptions qui figurent à l'article 315-3 du règlement général³, les informations factuelles doivent être distinguées des interprétations, estimations, opinions et autres⁴. Les sources de l'analyse, dont la fiabilité doit être précisée⁵, doivent être indiquées⁶, tout comme les bases et méthodes utilisées pour évaluer un instrument financier ou un émetteur ou pour fixer l'objectif de cours, qui doivent être résumées de manière appropriée⁷. La portée de l'analyse doit également être précisée en distinguant et en identifiant les projections, prévisions et objectifs, ainsi que les hypothèses retenues pour les établir⁸. Cette dernière exigence avait été suggérée par le rapport Lepetit qui, partant du constat que « *la prévision étant par nature entachée d'aléas* », « *les objectifs chiffrés de l'entreprise* » devaient être distingués des « *prévisions de bénéfices et de cours établies par les analystes financiers à partir notamment des objectifs communiqués par l'entreprise* »⁹. De cette façon, il s'agit d' « *attirer l'attention des utilisateurs sur le caractère incertain des dites prévisions* »¹⁰.
961. Dans leur formulation, les textes applicables aux analystes financiers sont à la fois plus précis et plus souples que ceux qui définissent les méthodes de la notation. Cela tient à la plus grande rigidité du système de notation, établi à partir d'une échelle qui parle d'elle-même¹¹. Il n'en reste pas moins que notation et analyse financières répondent à des exigences méthodologiques qui ont une portée et une signification similaires. Du fait de l'incertitude

¹ Art.8, paragraphe 6, a) du règlement précité.

² Selon le nouvel article 23 du règlement (CE) n° 1060/2009, tel que réécrit par règlement (UE) n° 513/2011, « dans l'exercice de leurs missions au titre du présent règlement, ni l'AEMF, ni la Commission, ni aucune autorité publique d'un État membre n'interfèrent avec le contenu des notations de crédit ou les méthodes utilisées ».

³ Disposition également applicable aux analystes financiers ne relevant pas d'un prestataire de services d'investissement, par renvoi opéré par l'article 327-2 RG AMF.

⁴ Art.315-3, 1° RG AMF.

⁵ Art.315-3, 2° RG AMF.

⁶ Art.315-3, 4° RG AMF.

⁷ Art.315-3, 5° RG AMF.

⁸ Art.315-3, 3° RG AMF.

⁹ Rapport du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les « *Avertissements sur résultats* » et recommandations proposées, avril 2000, p. 9.

¹⁰ *Ibid.*

¹¹ Pour une exposition des différentes échelles de notation utilisées, D. KARYOTIS, *La notation financière – Une nouvelle approche du risque*, préc., p. 27-30.

fondamentale qui découle de la fonction prédictive des analyses et notations, les opinions qui en résultent doivent être justifiées. En ce qu'elles s'adressent à un public non identifié d'investisseurs, elles doivent présenter un socle commun de justifications qui permettent d'en prévenir le caractère arbitraire. Leur partialité fondamentale est ainsi corrigée par des exigences de rigueur méthodologique qui en assurent la validité intellectuelle en même temps qu'elles en permettent une appréciation critique par les destinataires eux-mêmes.

L'opinion prédictive constitue ainsi une source d'information en droit des instruments financiers définie à partir de la présentation de son mode d'élaboration. Elle ne se verra toutefois attachée une valeur prédictive qu'à la condition que l'objectivité de l'analyste dans la mise en œuvre de la méthode intellectuelle caractéristique de l'opinion soit préservée.

2. Le contenu de l'information

962. Les prestations d'analyse et de notation financière n'ont pas la même finalité. Alors que la notation se limite à l'évaluation de la solvabilité d'un émetteur, l'analyse tend à la formulation de recommandations d'investissement. Ces deux activités remplissent toutefois une fonction identique du point de vue des investisseurs. Elles leur offrent une interprétation de l'information transmise par les autres opérateurs. Elles présentent une nature qualitative et non plus quantitative comme l'information communiquée au marché par les émetteurs et les investisseurs sur leurs participations (b) et concourent à permettre les anticipations du public des investisseurs en raison de leur dimension prédictive (a).

a. La dimension prédictive

963. Analyse et notation financières ont toutes deux une dimension prédictive. Elles contribuent à assurer les anticipations des destinataires. Cela résulte de la définition donnée de leurs objets, quoique ceux-ci soient différents.
964. Dans la définition qu'en donnait l'article 2-4-1 du règlement général du Conseil des marchés financiers¹, l'analyse financière était définie comme une analyse produite « en vue de formuler et généralement diffuser une opinion sur l'évolution prévisible » de personnes morales émettrices d'instruments financiers, « *et par voie de conséquence sur l'évolution prévisible des cours de ces instruments* ». Selon les mots d'un auteur, il découle de cette précision que « *l'analyse financière se résume donc à l'émission et à la diffusion d'une*

¹ Arrêté du 2 mai 2002 portant homologation de modifications du règlement général du Conseil des marchés financiers, JORF n°105, p. 8612, texte n° 25, art. 2-4-1, al.5.

opinion prédictive sur un cours de bourse »¹. Bien qu'elle ne résulte plus de la définition donnée de l'analyse financière par l'article L.544-1 du Code monétaire et financier, cette caractéristique perdure. Les dispositions du texte précité, telles qu'elles résultent de l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007², incluent dans la définition de l'analyse financière les travaux « *recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, explicitement ou implicitement, (...) y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments* ». La différence entre les deux définitions tient ainsi à ce que l'évolution prévisible des cours de bourse n'est plus impliquée par le travail même de recherche en investissement mais en constitue une hypothèse particulière. Il n'en reste pas moins que, tant les travaux suggérant une stratégie d'investissement que ceux formulant une opinion émise sur le cours ou la valeur d'un instrument ont vocation à permettre une anticipation de l'évolution prévisible d'un émetteur ou d'un instrument financier. L'analyse financière sert la prise de décision future compte tenu des éléments de contexte sur lesquels elle se fonde³.

965. Ainsi en va-t-il de la notation, définie à l'article 1, paragraphe 1, a) du règlement comme un « *avis (...) concernant la qualité de crédit d'une entité, d'une dette ou obligation financière, d'un titre de créance, d'actions privilégiées ou autres instruments financiers, ou d'un émetteur* » de tels titres ou instruments financiers. Quoique limitée aux émetteurs et aux titres d'emprunt, sous le seul aspect des probabilités de remboursement, l'activité de notation a un caractère essentiellement prospectif. Elle porte en effet sur le risque de défaillance dans la durée. Ainsi, « *l'objectif est que la note soit relativement stable à moyen terme, ce qui impose à l'agence d'intégrer l'impact des évolutions prévisibles sur l'entité* »⁴ au moment où elle est réalisée.
966. Analyse et notation sont réalisées à un moment donné mais doivent permettre d'établir des perspectives. Centrée sur le risque d'insolvabilité, la notation évalue le risque de non remboursement futur, alors que l'analyse financière, destinée à établir les perspectives de rentabilité d'un investissement, indique les évolutions attendues de la valeur d'un instrument financier d'une manière prospective⁵. Elles concourent toutes deux à réaliser la fonction prédictive que remplit l'information en droit des instruments financiers.

¹ J.-J. DAIGRE, « Une nouvelle profession : analyste financier », *RDBF*, juill.-août 2002, p. 175.

² Sur les modifications apportées par la loi de sécurité financière du premier août 2003 à celle du règlement général du CMF, J.-J. DAIGRE, « L'analyse financière, une nouvelle activité réglementée », préc., p. 234-235.

³ « La fonction principale d'un analyste financier consiste à évaluer le potentiel des sociétés cotées, leur capacité de croissance ou de développement, afin de se forger une idée sur la courbe d'évolution de la valeur des produits financiers émis par la personne morale étudiée », B. LE BARS, « Adoption d'un statut des services d'analyse financière et des agences de notation », *LPA* 14 nov. 2003, p. 63, n° 8.

⁴ B. DONDERO, M. HASCHKE-DOURNAUX, S. SYLVESTRE, « Les agences de notation », préc., n° 76, p. 19.

⁵ J.-F. de POLIGNAC, « Du bon usage de la notation », *Banque Magazine*, mai 2004, n° 658, p. 24 : « la notation de dette se distingue très clairement des conclusions des analystes actions. Dans les deux cas, on prend en compte les fondamentaux d'une entreprise mais les conséquences qu'on en tire ne sont pas les mêmes et répondent à des objectifs différents. Une société bien notée en terme de qualité de crédit peut n'avoir que peu

Au-delà de ce trait commun à l'analyse et à la notation financière, les opinions émises remplissent une fonction commune en ce qu'elles impliquent une synthèse de nature qualitative de l'information sur laquelle elles se fondent.

b. L'interprétation synthétique de l'information disponible

967. Il est fréquemment observé tant par les institutions qu'en doctrine¹ que la notation contribue à réduire les asymétries d'informations entre investisseurs et émetteurs². Une telle assertion implique que les agences de notation émettent effectivement une information³. Il s'agit toutefois de préciser en quoi consiste cette information qu'élaborent les agences de notation, au-delà de sa dimension prédictive.
968. En raison des méthodes sur lesquelles elles reposent, analyse et notation financières opèrent un traitement de l'information en ce qu'elles conduisent à en réaliser la synthèse⁴. Cette information n'a toutefois pas toujours la même étendue. Ainsi, la notation sollicitée implique que l'agence de notation ait accès à certaines informations non publiques dont elle ne pourrait disposer dans le cadre d'une notation spontanée. Il n'en demeure pas moins que, sollicitée ou non, l'opinion émise tire sa valeur des recherches réalisées pour l'élaborer. Celles-ci supposent le traitement d'un maximum d'éléments d'information désignés ici de manière générique comme l'information disponible⁵.

d'intérêt en terme d'évolution de la valeur de l'action et inversement. En tout état de cause, les évolutions des cours de bourse sont en général beaucoup plus volatiles que les notes financières et c'est d'ailleurs cette relative stabilité des notes qui fonde l'intérêt des investisseurs pour ces dernières ».

¹ Y. CHAPUT, « Contrôle et responsabilité de la notation financière : les agences de *Rating* en droit français », *RIDC* 2-2006, p. 493 ; égal. la Résolution du Parlement européen sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (2003/2081 (INI)), C-97 E/11, dont le 2. énonce que le Parlement européen reconnaît « le rôle joué par les agences de notation dans la réduction du coût des capitaux, en ce sens qu'elles atténuent les asymétries d'information entre les acteurs du marché et renforcent le sentiment de confiance dans l'aptitude à honorer ses dettes ».

² *IOSCO – OICV Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies*, Revised May 2008, p. 3: “CRA's should endeavour to issue opinions that help reduce the asymmetry of information that exists between borrowers and debt and debt-like securities, on one side, and lenders and purchasers of debt and debt-like securities on the other”.

³ Il convient ainsi de donner une réponse positive à l'interrogation légitimement formulée par un auteur qui observait qu'« une question de définition se pose car il s'agit de savoir si les agences de notation diffusent bien de l'information financière », B. QUENTIN, « Les agences de notation », *RDBF*, nov.-déc. 2004, p. 465.

⁴ Un auteur observe que la multiplication de l'information financière « peut occasionner un excès de données pour les investisseurs qui ont alors besoin que des professionnels en fassent la synthèse afin de pouvoir les exploiter utilement », F. MARTIN LAPRADE, « L'indépendance de l'opinion », préc., p. 17.

⁵ Un auteur remarque à propos de l'analyse financière que, « comme les caractéristiques des titres cotés ne tombent pas sous le sens, il faut un intercesseur professionnel pour les collationner, les vérifier et les mettre en perspective », J.-J. DAIGRE, « L'analyse financière, une nouvelle activité réglementée », préc., p. 231. Dans le même sens, D. KLING, « L'information du marché par les commissaires aux comptes, les analystes financiers et les agences de notation », in *Le droit boursier en mouvement*, n° spéc. *RJ com.* 2003, p. 128 : « La mission des analystes n'est pas de contrôler mais d'émettre des recommandations sur les titres des sociétés cotées. Pour autant, ils ne sauraient délivrer leur avis sans avoir procédé à une quête documentaire, avoir analysé et interprété les informations reçues, avoir apprécié la pertinence et la vraisemblance des données qui leur ont été

969. L'opinion émise est opinion en ce qu'elle ne se limite pas à une description neutre mais implique une synthèse orientée. La note en elle-même constitue, tout comme l'analyse, une évaluation synthétique¹ qui n'est pas neutre et oriente le choix des utilisateurs en suggérant une stratégie d'investissement. Toutes deux se fondent ainsi sur des éléments dont elles réalisent la synthèse², qui forme l'objet d'une information nouvelle. En ceci réside leur intérêt commun pour leurs utilisateurs. L'opinion contenue dans une notation comme dans une analyse financière comporte en effet un jugement de valeur. Leur différence tient à ce que « *alors que l'analyse financière est entendue comme l'émission d'un jugement sur la valeur d'une entreprise et des instruments financiers qu'elle émet, les agences formulent un jugement sur son risque* »³. L'objet d'une notation étant constitué par le degré de réalisation d'un évènement perçu comme intrinsèquement négatif, elle est de nature intrinsèquement qualitative du fait qu'elle associe l'entité ou l'instrument noté à une probabilité plus ou moins forte d'occurrence dudit évènement.
970. Leur valeur repose sur la compétence des personnes qui les élaborent. Analyse et notation financières constituent ainsi des activités dont l'utilité réside dans la synthèse qualitative qu'elles réalisent de l'information disponible, du fait de la compétence que l'on leur reconnaît⁴. Analyse et notation répondent ainsi toutes deux aux besoins d'anticipation d'un

communiquées. En cela, ils exercent nécessairement une forme de contrôle, au titre de l'esprit critique attendu d'eux ».

¹ Des auteurs ont défini les agences de notation de la façon suivante : « Il s'agit d'établissements dont l'activité essentielle est la publication, à l'attention principalement des investisseurs, d'appréciations sur la solvabilité financière des émetteurs exprimées sous une forme synthétique et normalisée », J.-P. MATTOU et S. MOUY, « La notation », préc., p. 443. V. également, *OICV – IOSCO Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies, Revised May 2008*, p. 1 : « *Given the vast amount of information available to investors today – some of it valuable, some of it not – CRA's can play a useful role in helping investors and others sift through this information, and analyse the credit risks they face when lending to a particular borrower or when purchasing an issuer's debt and debt-like securities* ».

² Un auteur dénonce à juste titre l'équivoque lié à la dénomination de l'activité d'analyse financière en précisant que « Le terme d'analyste financier est un « *faux ami* » et ce que l'on demande à ces analystes consiste plutôt en une synthèse prospective sur l'ensemble des éléments constitutifs des entreprises cotées, de manière à mener l'évaluation de leurs titres », J.-P. PIERRET, « La profession d'analyste financier », *RLDA*, suppl. au n° 63, sept. 2003, p. 21.

³ B. DONDERO, M. HASCHKE-DOURNAUX, S. SYLVESTRE, « Les agences de notation », préc., n° 6, p. 6.

⁴ Cette valeur permet un rapprochement avec l'influence prêtée à l'opinion doctrinale, sur lequel on ne restera qu'un instant. S'interrogeant sur la structure du champ doctrinal, un auteur définit la fonction collective que remplit la doctrine en énonçant que « [l]a doctrine exerce d'abord, et par définition même, une fonction d'opinion », P. JESTAZ, « Genèse et structure du champ doctrinal », *D.* 2005, p. 21. En effet, notation et analyse financières constituent des opinions sur lesquelles leurs utilisateurs peuvent s'appuyer sans y être contraints, du fait de l'autorité et de la réputation qu'ont ceux qui les émettent, à l'instar des opinions doctrinales : « Que l'on considère que le pouvoir de la doctrine se réduit à la somme de notoriété individuelle ou qu'il est le produit d'une appartenance à une entité, l'influence de la doctrine sur les autres sources du droit n'est conçue que comme un effet du prestige attaché aux savants », G. DECOCQ, « Réflexions sur l'influence doctrinale », in *Libres propos sur les sources du droit - Mélanges en l'honneur de Philippe JESTAZ*, Dalloz, 2006, p. 113-114. En effet, autorité et réputation sont liées car « L'avis doctrinal doit être accepté et reconnu comme étant de valeur par celui à qui il est destiné », p. 116. Sur les « fonctions d'opinion de la doctrine », P. JESTAZ et C. JAMIN, *La doctrine*, Dalloz, 2004, p. 217 et s. Notes et analyses exercent ainsi une « influence informationnelle » qui suppose que des « individus (...) soient essentiellement à la recherche d'une connaissance objective et correcte et qu'ils aient une bonne raison d'attribuer une valeur à l'opinion du savant », G. DECOCQ, « Réflexions sur l'influence doctrinale », préc., p. 114. Un auteur inclut au sein d'une catégorie qu'il désigne comme celle des

public d'investisseurs¹ en assurant la synthèse critique de l'information disponible. Elles contribuent ainsi à la prise de décision d'investissement par le biais de leurs opinions. Leur force indicative repose ainsi essentiellement de la compétence reconnue aux analystes et agences, sous réserve toutefois que cette opinion, par nature subjective, ait été construite dans des conditions permettant de lui conférer une objectivité tendancielle.

971. **Synthèse** – Il résulte des développements qui précèdent qu'analyse financière et notation constituent une catégorie particulière d'information. Qualitatives, elles ne sont pas en elles-mêmes la pure restitution d'un fait brut comme peut l'être un simple renseignement. Elles n'ont toutefois pas vocation à déterminer la décision d'investissement comme pourrait l'être un conseil. Cette originalité conduit à en rechercher la nature en en dégagant les caractéristiques communes. L'étude du dispositif révèle que les notations et analyses doivent être élaborées selon des méthodes définies qui permettent d'en justifier le contenu. Ces méthodes conduisent à l'émission d'une information qui permet de concourir aux prédictions de leurs utilisateurs en ce qu'elles opèrent une synthèse qualitative de l'information disponible destinée à orienter leur appréciation. L'ensemble de ces éléments permet de définir l'opinion, type particulier d'information élaborée par des professionnels en droit des instruments financiers.

Il existe ainsi une corrélation étroite entre la fonction de synthèse objective de l'information que remplissent les opinions émises par les agences de notation et analystes et les conditions dans lesquelles elles sont élaborées. Il est alors possible de déterminer, compte tenu de la fonction particulière qui revient aux notes et analyses, l'enjeu essentiel de la réglementation de ces activités. L'appréciation qualitative qui résulte de l'opinion exprimée doit être tendanciellement objective dans l'esprit de son auteur. C'est ainsi la détermination des situations de conflits d'intérêts susceptibles de porter atteinte à une telle recherche d'objectivité qui constitue l'enjeu de la réglementation.

« observateurs qualifiés », analystes, agences de notation et journalistes financiers : « L'époque moderne a mis en valeur des acteurs divers qui sont de simples observateurs non investis d'une mission spécifique de contrôle. Ces acteurs toutefois sont des observateurs que l'on peut raisonnablement considérer comme qualifiés : pratiquant un métier exigeant, le marché peut tenir leur opinion comme émanant de personnes particulièrement autorisées », A. COURET, « Transparence, indépendance des opinions et chaîne de sécurité de l'information », préc., n° 13, p. 172. Tout comme l'opinion doctrinale, n'exerce d'influence que dans la mesure où elle « confère une direction d'action » (G. DECOCQ préc., p.115), l'influence qu'exerce l'opinion des agences de notation et des analystes financiers réside ainsi en ce qu'elle est destinée à la prise de décision. En effet, comme on l'a remarqué au sujet du contrat de notation, celui-ci « produit ses effets essentiels au travers des conséquences qu'il induit dans le comportement de tiers », A. COURET, « Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation », préc., n° 13, p. 771. Ce constat doit en effet être étendu à l'analyse financière.

¹ « Les investisseurs voient dans la notation un indicateur homogène du risque, une synthèse d'informations sur la situation d'un émetteur ainsi qu'un indicateur de liquidité du marché des titres », J.-P. MATTOU et S. MOUY, « La notation », préc., p. 447.

§2. L'enjeu de la réglementation : l'objectivité de l'information

972. La valeur des notations et analyses financières pour leurs destinataires provient de la compétence mais aussi de l'objectivité ou de la neutralité de leur auteur. En effet, en ce qu'elles ne constituent que des évaluations, à un moment donné, de la situation et des perspectives d'émetteurs ou d'instruments financiers, elles ne présentent pas d'autre exactitude que celle de la rigueur avec laquelle elles ont été élaborées. Le droit des instruments financiers assure donc les anticipations des investisseurs en encadrant la production d'informations critiques qui constituent ce qu'un auteur a pu qualifier de « *graal* »¹ de l'opinion indépendante, en ce que « *l'indépendance est exclusive de tout conflit d'intérêts* »². Or, cette rigueur, fondée sur la recherche tendancielle d'objectivité des analystes qui élaborent l'opinion émise, peut être mise à mal lorsque ceux-ci se trouvent en situation de conflits d'intérêts. Ce constat, communément admis par l'ensemble de la doctrine, constitue la préoccupation centrale des associations professionnelles comme des instances normatives nationales et internationales. Il existe un risque unanimement reconnu de perte d'objectivité lié à la présence de situations de conflits d'intérêts, risque susceptible de dénaturer les opinions transmises aux destinataires.

En dépit du consensus auquel il donne lieu, ce constat n'est pas d'une grande précision du fait des difficultés qu'il y a à cerner la notion de conflits d'intérêts. Il est nécessaire de préciser la signification de la notion de conflit d'intérêts (A), pour ensuite entreprendre d'en préciser les termes en relation aux activités d'analyse et de notation financières (B).

A. La notion de conflit d'intérêts

973. Il n'existe pas de définition générale en droit français de la notion de conflits d'intérêts, ni de clause générale établissant un critère permettant de remédier à de telles situations³. Malgré sa place grandissante en droit positif, la notion de conflit d'intérêts apparaît ainsi délicate à cerner. L'une des innovations du projet de réforme du droit des contrats publié par la

¹ A. COURET, « Transparence, indépendance des opinions et chaîne de sécurité de l'information », préc., n° 4, p. 168.

² *Idem*, n° 3, p. 168 : « les investisseurs, et plus généralement le marché, sont créanciers d'une information qui doit avoir été élaborée mais aussi validée hors le jeu des conflits d'intérêts ».

³ On trouve une semblable clause générale en droit italien, dans le domaine du droit des sociétés. L'article 2373 du *Codice civile* dispose en effet que « le droit de vote ne peut être exercé par l'associé dans les délibérations dans lesquels celui-ci a, pour son propre compte ou pour le compte de tiers, un intérêt en conflit avec celui de la société (al.1^{er}). En cas d'inobservation de la disposition de l'alinéa précédent, la délibération, dès lors qu'elle peut causer un dommage à la société, peut faire l'objet d'un recours [*è impugnabile*] au sens de l'article 2377 si, sans le vote des associés qui auraient dû s'abstenir de prendre part au vote, la majorité requise n'aurait pas été atteinte ». La sanction visée à l'article 2377 est l'annulation de la décision prise, dont la demande peut être exercée dans un délai de trois mois au sens de l'alinéa second du même article.

Chancellerie consiste à introduire une définition de la notion de conflit d'intérêts dans le cadre de la représentation, rédigée dans les termes suivants : « *Il y a conflit d'intérêts lorsque le représentant agit pour le compte des deux parties au contrat ou contracte pour son compte propre avec le représenté. En ces cas, l'acte accompli est nul, à moins que la loi ne l'autorise ou que le représenté ne l'ait autorisé ou ratifié. Lorsque le représenté est un groupement (ou une personne morale), l'autorisation ou la ratification ne peut émaner de son seul représentant* »¹. Limitée aux rapports de représentation, l'adoption d'une telle définition générale dans le Code civil apparaît obsolète et incomplète avant même son adoption. Elle n'est en effet nullement à même de rendre compte des exigences de prévention des conflits d'intérêts applicables aux analyses financières indépendantes ou aux agences de notation qui ne sont liées par aucun rapport de représentation², parfaite ou imparfaite³, avec les émetteurs concernés ou avec les investisseurs. Elle ne peut ainsi servir ni de fondement, ni d'explication aux dispositifs désormais élaborés et riches de traitement des conflits d'intérêts applicables à ces activités⁴. Elle tient cependant compte des recommandations de la doctrine suggérant la reconnaissance d'un principe général qu'un auteur a exprimé dans les termes suivants : « *nul*

¹ Article 43 du projet de la Chancellerie. L'alinéa 3 ajoute que « la nullité n'est pas encourue, si le représenté est un groupement, et qu'au regard de son activité, l'acte constitue une opération courante conclue à des conditions normales », généralisant ainsi à l'ensemble des groupements la solution retenue en droit des sociétés par l'article L.225-39, alinéa 1^{er} Ccom., qui soustrait à la procédure des conventions réglementées les conventions libres définies à partir des critères repris à l'article 43.

² En ce sens, N. RONTCHEVSKY, « Brèves observations sur le conflit d'intérêts dans le projet de réforme du droit des contrats », *Bull. Joly Bourse* déc. 2008, n° spéc. p. 611 : « la définition qui en est retenue peut sérieusement prêter à discussion puisqu'elle réduit le conflit d'intérêts à la contrepartie et au mandat double. À cet égard, ne faudrait-il pas plutôt s'inspirer des dispositions du droit des sociétés qui soumettent au régime des conventions réglementées d'autres conventions que celles directement conclues entre la société et l'un de ses dirigeants associés ? ».

³ Il est usuel de distinguer les rapports de représentation qui, tel le mandat, confèrent à une personne le pouvoir d'accomplir un acte au nom et pour le compte d'une autre, le rapport de représentation étant ainsi connu du tiers, des rapports de représentation imparfaite, dans lesquels l'identité du représenté est inconnue, le représentant agissant en son nom propre, comme c'est le cas dans le contrat de commission (art.L.132-1 et s. Ccom.) ou du prête-nom. Dans ce dernier cas, le prête-nom dissimule jusqu'à sa qualité d'intermédiaire, alors que dans la commission, le commissionnaire la révèle, sans que ne soit connue l'identité du commettant, qui n'est pas partie au contrat conclu avec le tiers. Sur cette distinction entre représentation parfaite et imparfaite et les degrés de la représentation imparfaite, F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 173 et s., p. 182.

⁴ La même critique peut être adressée à la définition du conflit d'intérêts donnée par un auteur qui raisonnait il y a plusieurs années à partir des seules hypothèses du mandat double et de la contrepartie pour définir les conflits d'intérêts dans le cadre de la déontologie boursière : « Il y a conflit d'intérêts lorsque les intérêts d'un investisseur représenté par un intermédiaire agissant en qualité de mandataire ou de commissionnaire sont contraires soit aux intérêts personnels de l'intermédiaire soit aux intérêts d'un autre investisseur représenté par le même intermédiaire en sa qualité de mandataire. De cette contradiction d'intérêts, il résulte que l'exécution des obligations de l'intermédiaire vis-à-vis de l'un de ses investisseurs ne peut être réalisée qu'en violation soit des obligations dues par ce même intermédiaire à un autre investisseur soit de ses obligations personnelles. L'intermédiaire se trouve donc dans une situation de devoirs de loyauté antinomiques », Antoine ECHARD, *Conflits d'intérêts et déontologie en droit boursier en France et en Grande-Bretagne*, thèse Paris II, 1995, p. 12. On conviendra que le champ de l'étude de cet auteur, qui apparaît restreint aujourd'hui, était davantage justifié à l'époque car la problématique du conflit d'intérêts n'avait pas ouvertement irradié l'ensemble du droit financier. Il n'en demeure pas moins que l'hypothèse du mandat et de l'existence de devoirs de loyauté est insuffisante à rendre compte de la discipline des conflits d'intérêts fondée sur l'intérêt général du marché dont ont la charge analystes et agences de notation.

ne peut faire entrer en conflit son intérêt personnel avec ceux dont il a la charge »¹. Une telle formulation ne limite pas la situation dans laquelle une personne peut se trouver en charge d'intérêts aux seuls rapports de représentation.

C'est ainsi davantage vers la doctrine que vers le projet de la chancellerie qu'il convient de se tourner pour établir le contenu de la notion de conflit d'intérêts. Il s'agit de définir de manière générale en quoi consiste la situation de conflit d'intérêts (1), avant de rechercher comment déterminer les intérêts en conflit au cas particulier (2).

1. La situation de conflit d'intérêts

974. Une définition bien connue en a été proposée par le professeur SCHMIDT, qui énonce qu' « *un conflit d'intérêts prend naissance lorsqu'une même personne poursuit deux ou plusieurs intérêts et lorsque ces intérêts sont contradictoires* »². Deux éléments sont essentiels pour caractériser une situation de conflit d'intérêts. D'une part, la coexistence d'intérêts s'apprécie en relation à une même personne³. D'autre part, ces intérêts doivent être contradictoires⁴. À ce dernier égard, la définition donnée prise au pied de la lettre semble restrictive. Le droit positif s'oriente de plus en plus vers une acception plus large de la notion. Ce n'est pas tant la réalité d'une contradiction d'intérêts qui définit le conflit que la coexistence de différents intérêts à la charge d'une même personne qui laisse présager leur contradiction. On peut citer à ce titre les règles destinées à assurer l'indépendance fonctionnelle des activités de notation et d'analyse financières proprement dites à l'égard des autres activités que sont susceptibles de fournir une agence de notation et un prestataire de services d'investissement multicapacitaire⁵. Ce n'est pas tant la réalité du conflit d'intérêts que l'existence potentielle du conflit entre plusieurs intérêts identifiés, qui fonde la nécessité de règles en permettant la prévention comme la résolution.

¹ P.-F. CUIF, « Le conflit d'intérêts – Essai sur la détermination d'un principe juridique de droit privé », *RTD com.*, 2005, n° 48, p. 18 ; pour une formulation légèrement différente du même auteur, « Généralités sur la notion de conflit d'intérêts et leur traitement », *Journal des sociétés*, mars 2006, p. 29 : « *nul ne doit mettre en conflit son intérêt personnel avec les devoirs de sa charge* ».

² D. SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, 2^e éd., Joly éditions, 2004, n° 18, p. 27.

³ Ce qui la distingue de l'opposition des intérêts antagonistes dont sont respectivement porteuses des personnes différentes : « Dans l'hypothèse des conflits d'intérêts *stricto sensu* (...), des intérêts pouvant entrer en conflit sont portés par une même porteuse qui pourrait profiter de cette situation pour faire prévaloir son intérêt ou celui d'un tiers sur celui qu'il est chargé de défendre, représenter ou protéger », J. MORET-BAILLY, « Définir les conflits d'intérêts », *D.* 2011, p. 1101, n° 2.

⁴ D. SCHMIDT, *op. cit.*, p. 28.

⁵ Un auteur remarque ainsi à propos des analystes financiers que « Ces analystes sont souvent dans des situations de *conflit potentiel d'intérêts* [nos italiques] car employés par des banques d'affaires qui fournissent par ailleurs des prestations diverses aux entreprises », A. COURET, « Transparence, indépendance des opinions et chaîne de sécurité de l'information », *préc.*, n° 16, p. 173.

975. En somme, dans l'ordre juridique, le conflit d'intérêts surgit lorsque plusieurs intérêts dont une même personne a la charge sont susceptibles de rentrer en conflit. Ainsi, en matière de conventions réglementées¹, le dirigeant ou l'actionnaire concerné est exclu du vote alors même qu'au cas concret, sur le plan commercial, la convention projetée peut répondre à l'intérêt social². L'interdiction de voter se justifie du fait que la coexistence d'un intérêt personnel dans la convention avec l'obligation faite à l'actionnaire ou au dirigeant d'agir dans l'intérêt commun des associés est susceptible de nuire au jugement de la personne concernée dans l'évaluation de la compatibilité des intérêts en cause. Il suffit que le conflit d'intérêts existe de manière potentielle pour qu'une procédure préventive soit instituée par le droit des sociétés.

Pour nous résumer, la situation concrète de conflit d'intérêts est secondaire au plan de sa définition par le droit. L'ordre juridique appréhende les conflits d'intérêts à partir de la virtualité d'une contradiction, seule hypothèse de nature à en assurer la prévention³. Reste à identifier, *a priori* les intérêts susceptibles de rentrer en conflit pour assurer les fondements la règle préventive et déterminer le sens de la résolution du conflit lorsqu'il surgit⁴.

2. La détermination des intérêts en conflit : intérêt personnel et intérêt prévalent

976. La notion de conflit d'intérêts recèle une ambiguïté fondamentale qui tient au caractère indéterminé des intérêts en conflit, au-delà du seul domaine du droit des sociétés. Si dans le cadre d'une réflexion générale sur le conflit d'intérêts, il n'est sans doute pas pertinent, compte tenu de leur diversité, de partir des intérêts en conflit pour déterminer le contenu de la notion⁵, il convient cependant de préciser quels sont ces intérêts lorsque l'on passe à la

¹ Articles L.225-38 et s. et L.225-86 Ccom.

² D. SCHMIDT, *op. cit.*, n° 18, p. 27 : « Ces intérêts coexistants, qui ne sont pas nécessairement opposés, laissent place à la complémentarité ou à la convergence. La société-mère qui utilise la trésorerie d'une filiale dans l'intérêt commun du groupe, moyennant une contrepartie équitable au profit de celle-ci, soigne ses intérêts propres ainsi que les intérêts de la filiale ».

³ À ce titre, la nécessité d'un traitement juridique des conflits d'intérêts suppose un simple soupçon, ainsi que cela résulte d'une définition récemment proposée : « les conflits d'intérêts peuvent donc être définis comme les situations dans lesquelles une personne en charge d'un intérêt autre que le sien n'agit pas, *ou peut être soupçonnée de ne pas agir*, avec loyauté ou impartialité vis-à-vis de cet intérêt, mais dans le but d'en avantager un autre, le sien ou celui d'un tiers », J. MORET-BAILLY, « Définir les conflits d'intérêts », préc., n° 23, p. 1106, nos italiques.

⁴ C'est pourquoi il ne sera pas fait recours dans la suite de ce travail aux distinctions théoriques proposées entre conflits virtuels, réels et apparents. Celles-ci nous paraissent méconnaître la nécessité d'élaborer en toute hypothèse des dispositifs préventifs pour traiter efficacement les conflits d'intérêts. Leur caractère préventif postule précisément, à notre sens, que tout conflit d'intérêts est juridiquement déterminé de façon nécessairement virtuelle. Sur les distinctions évoquées entre les différentes figures théoriques de conflits d'intérêts, A. COURET, « Propos introductifs », in *Conflits d'intérêts en droit financier*, dossier du *Journal des sociétés*, févr. 2009, p. 14 et les références citées.

⁵ À propos de la méthode consistant à « définir tout d'abord, les intérêts en cause, et, ensuite, le sens du terme « conflit », un auteur observe : « Une telle démarche n'est cependant pas pertinente. En effet, l'ensemble des

détermination du fondement d'une réglementation relative à un domaine particulier. Au titre des intérêts susceptibles de rentrer en conflit, il a été suggéré en doctrine de distinguer « *un intérêt supérieur* » et « *un intérêt personnel* ». Alors que le premier est constitué, selon les cas, par un intérêt individuel, d'un cocontractant ou d'un groupement, ou par un intérêt général, le second est assimilé aux motifs ou aux mobiles du droit des contrats et peut être direct ou simplement indirect¹. Cette présentation postule la détermination abstraite d'une piste de résolution du conflit, qui repose sur l'identification de l'intérêt supérieur. Cette supériorité n'est toutefois pas absolue mais relative, fonction de l'intérêt personnel en cause au cas particulier.

977. À la notion de supériorité, on préférera la notion de *prévalence*, qui reflète mieux à notre sens la nécessité de détermination concrète de la valeur relative des intérêts en présence. La difficulté provient de ce que l'intérêt prévalent n'est pas toujours expressément identifié par l'ordre juridique. S'il peut l'être comme c'est le cas au sujet du mandat ou de l'intérêt commun des associés, il ne l'est pas nécessairement dans tous les domaines. Cela n'est nullement fortuit. Pour prendre l'exemple du mandat, la prévalence des intérêts du mandant découle de la nature même du rapport de représentation, dont l'objet réside dans l'accomplissement d'un acte au nom et pour le compte du mandant, au sens de l'article 1984 du Code civil. L'intérêt prévalent est ainsi clairement identifié en ce qu'il repose sur l'objet même du contrat, constitué par l'accomplissement d'un acte au nom et pour le compte du mandant. Ainsi, l'interdiction faite aux mandataires de se porter contrepartie pour acquérir des biens qu'ils sont chargés de vendre² prévient l'instauration d'un conflit entre le devoir du mandataire et son intérêt personnel³, son devoir résidant précisément dans la satisfaction de l'intérêt supérieur du mandant.
978. La difficulté est toute autre lorsque l'intérêt prévalent se ramène à la notion d'intérêt général. Le problème de son identification au cas concret tient précisément – qu'on nous concède cette lapalissade – à sa généralité⁴. En effet, ainsi que le remarque l'auteur déjà cité, « *certaines professionnels n'agissent dans aucun intérêt particulier identifiable mais doivent néanmoins*

définitions des intérêts existants d'ores et déjà renvoie, suite à une énumération plus ou moins précise des intérêts, systématiquement à « tous les autres intérêts de nature à porter atteinte » à la ou aux valeurs que la régulation des conflits d'intérêts cherche protéger », J. MORET-BAILLY, « Définir les conflits d'intérêts », préc., n° 5, p. 1102.

¹ P.-F. CUIF, « Le conflit d'intérêts ... », préc., p. 4-14.

² Art. 1596 Cciv.

³ P. MALAURIE, L. AYNÈS, P.-Y. GAUTIER, *op. cit.*, n° 177, p. 125. P.-F. CUIF, « Le conflit d'intérêts ... », préc., p. 2, citant l'opinion du Lord Herschell l'arrêt *Bray v. Ford* [1896] AC 44.

⁴ V. la définition proposée dans le *Rapport de la Commission de réflexion pour la prévention des conflits d'intérêts dans la vie publique – Pour une nouvelle déontologie de la vie publique*, remis au Président de la République le 26 janvier 2011, dit « rapport SAUVÉ », selon laquelle constitue un conflit d'intérêts dans la vie publique « une situation d'interférence entre une mission de service public et l'intérêt privé d'une personne qui concourt à l'exercice de cette mission, lorsque cet intérêt, par sa nature et son intensité, peut raisonnablement être regardé comme étant de nature à influencer ou paraître influencer l'exercice indépendant, impartial et objectif de ses fonctions », p. 19.

faire preuve de neutralité ou d'impartialité dans l'exercice de leur activité »¹. Exemple est d'ailleurs pris de l'analyste financier qui, du fait qu'il communique au public ses recommandations, « *n'exerce pas son activité dans un intérêt particulier* », car, « *[l] information diffusée doit l'être à l'avantage de tous, dans un intérêt supérieur que l'analyste ne saurait méconnaître* »². D'ordre public ou privé, cet intérêt peut recouvrir tant celui des investisseurs que celui du bon fonctionnement du marché³. On ne peut que souscrire à une telle présentation dont la portée théorique est considérable aux fins de la détermination du rôle des analystes financiers. La définition donnée de l'intérêt général dans le domaine financier paraît toutefois vaste au point d'inclure l'ensemble des règles qui composent l'ordre public en la matière. Si l'on doit convenir que l'intérêt prévalent en matière d'analyse et de notation financières se ramène à une exigence d'intérêt général, cette dernière doit être précisée à l'aune de la fonction particulière qui revient à ces professionnels du traitement de l'information financière.

Le traitement des conflits d'intérêts qui peuvent affecter l'activité des agences de notation et analystes financiers implique de cerner avec précision l'intérêt prévalent. Seule une délimitation précise d'un tel intérêt permet de comprendre dans quelle mesure ces conflits peuvent donner lieu à des sanctions⁴.

¹ P.-F. CUIF, « Le conflit d'intérêts... », préc., n° 24, p. 9.

² *Idem*, p. 10.

³ *Idem*, p. 11.

⁴ Une telle délimitation des intérêts en conflits conduit à inverser les modes de reconnaissance de prérogatives par le droit. Un auteur a ainsi distingué les cas dans lesquels « l'obligation est établie comme *conséquence d'une prérogative* attribuée à une personne déterminée, prérogative qui doit être respectée, qui entraîne l'obligation de respect », une telle prérogative étant alors qualifiée de droit subjectif, de ceux dans lesquels « c'est l'*obligation qui est établie la première*, sous forme de statut général, et le droit ne naît au profit des individus que parce que ce statut, cette obligation ont été établis ; le droit n'est plus alors qu'un reflet de ce statut, et il y a lieu de parler de *droit individuel « objectif »* », A. GERVAIS, « Quelques réflexions à propos de la distinction des « droits » et des « intérêts », in *Mélanges en l'honneur de Paul ROUBIER : Théorie générale du droit et droit transitoire*, t.1, Dalloz, Sirey, 1961, p. 245. L'auteur en donne les illustrations suivantes : « C'est parce que le droit consacre un régime de responsabilité que les victimes de dommages ont « droit » à exiger une réparation. C'est parce que le Droit répartit les compétences à l'intérieur de l'Administration, fixe des formes pour les activités administratives, pose des règles de fond pour cette activité, donc crée des obligations à la charge de l'administration, que les administrés ont un droit à la légalité de l'action en réparation ». C'est là une présentation exacte des conséquences liées à la détermination par l'ordre juridique d'une situation de conflits d'intérêts. En tant qu'il en compose le statut juridique, le traitement des conflits d'intérêts qui peuvent affecter l'objectivité des analystes financiers et des agences de notation implique de déterminer le « droit reflet », ou plus généralement, les conséquences juridiques qui en découlent. L'on ne reprendra pas à notre compte la notion de « droit individuel objectif », en raison des ambiguïtés dont elle est porteuse. Pour reprendre l'exemple du droit à réparation cité par l'auteur précité, la notion de droit individuel objectif semble confondre le caractère objectif du droit avec l'exigence d'une faute dommageable. Il ne fait pas de doute que l'existence d'un droit à réparation est subordonnée à la réalisation d'une telle faute, telle qu'elle est définie par exemple à l'article 1382 du Code civil. Il n'en demeure pas moins que la créance de réparation ne naît pas de l'article 1382 du Code civil. Son existence résulte de façon immédiate de la constatation d'un préjudice dont l'étendue délimite la créance de réparation de la victime. Elle se prête alors à une analyse en termes de droit subjectif qui apparaît inutilement compliquée par la référence à la notion de droit individuel objectif. L'analyse évoquée paraît cependant pertinente en ce qu'elle met en lumière que le traitement adapté des conflits d'intérêts suppose la plus grande précision dans la définition de l'intérêt prévalent et conduit, sinon à la reconnaissance de prérogatives individuelles, du moins à la création de dispositifs destinés à assurer la préservation d'un tel intérêt.

B. Les conflits d'intérêts comme facteur d'atteinte à l'objectivité de l'opinion

979. Les intérêts en conflit dans la production de l'information à destination du marché peuvent classiquement faire l'objet d'une distinction entre un intérêt personnel, propre aux agences de notation et analystes, et un intérêt dont ils ont la charge, susceptible d'être lésé par la satisfaction de l'intérêt personnel. Si l'intérêt personnel des agences de notation et analystes apparaît aisé à déterminer (1), l'intérêt dont ils ont la charge est plus diffus. Il consiste en l'accès des investisseurs à une synthèse objective de l'information communiquée par d'autres opérateurs et implique de reconnaître aux agences de notation et analystes financiers une fonction d'intérêt général (2).

1. L'intérêt personnel des analystes financiers et agences de notation

980. Comment définir l'intérêt personnel des agences de notation et analystes financiers de nature à compromettre l'objectivité, et partant, la qualité essentielle de leurs analyses ? Il n'apparaît pas possible d'en élaborer une définition unique. En effet, les influences dont ces professionnels de l'information peuvent faire l'objet sont les plus diverses. Pour reprendre la distinction évoquée plus haut, l'intérêt personnel peut avoir un caractère direct ou indirect. Il sera direct si l'analyse ou la notation sont élaborées par exemple moyennant une rémunération déterminée à partir de leur caractère favorable ou défavorable. L'intérêt personnel peut également être satisfait de façon indirecte si le sens de l'analyse ou de la notation conditionne la conservation d'une clientèle ou implique la possibilité d'obtenir de nouvelles parts de marché. En tous les cas, l'intérêt personnel est constitué, en dernière analyse, par l'intérêt commercial de l'analyste ou de l'agence de notation ou par l'intérêt patrimonial des personnes impliquées dans l'élaboration de l'opinion.

2. L'intérêt prévalent constitué par l'accès des investisseurs à une synthèse objective de l'information

981. L'intérêt personnel n'était nullement problématique à déterminer. La difficulté provient de ce que la satisfaction de cet intérêt personnel supposerait l'émission d'une opinion constamment favorable à l'émetteur considéré. En pareille situation, il n'y a aucun conflit entre l'intérêt du prestataire et celui de l'émetteur qui en forme l'objet, ou dont les titres forment l'objet de l'opinion. Ainsi, l'intérêt prévalent n'est pas constitué par l'intérêt du cocontractant, sauf à ce

que le conflit d'intérêts ait pour origine une appréciation défavorable de la situation de l'émetteur, à son préjudice. Et même en pareille hypothèse, l'intérêt de l'émetteur viendrait à coïncider avec un intérêt plus diffus.

982. En effet, l'intérêt prévalent ne saurait avoir un caractère purement individuel en la matière. Il convient de le reconduire à l'intérêt général, ainsi que cela a été anticipé précédemment. Comment préciser la notion d'intérêt général à l'égard de la menace qu'engendrent les conflits d'intérêts sur l'objectivité des analyses et des notations financières ? Contrairement à ce qu'il en est en droit des sociétés, il n'existe pas de but explicitement assigné par l'ordre juridique à leur activité, tel l'intérêt commun des associés, qui résulte de l'article 1833 du Code civil. Que l'on s'accorde ou non sur sa signification, l'intérêt social constitue un intérêt dont ont la charge tant les dirigeants d'une société que les associés ou actionnaires majoritaires lorsqu'ils délibèrent sur les décisions sociales¹. Ces professionnels du traitement de l'information ne participent d'aucune entité juridique mettant à leur charge un intérêt plus diffus qui serait celui des investisseurs.
983. La prévention des conflits d'intérêts suppose cependant l'existence d'un intérêt prédominant. La situation de conflit d'intérêts résulte alors de la fonction de marché que remplissent analystes et agences de notation comme intermédiaires informationnels. L'information élaborée, lorsqu'elle est destinée à des investisseurs tiers ou à l'ensemble du marché, constitue un élément d'appréciation indicatif de l'opportunité de réaliser une décision d'investissement. Il en résulte que son manque d'objectivité est de nature à influencer sur les évaluations faites par les investisseurs.
984. Les intérêts en conflit sont donc d'un côté l'intérêt commercial du prestataire, et, de l'autre, celui, plus général des investisseurs à accéder à une information de synthèse facilitant l'élaboration de leurs anticipations. Ainsi, les conflits d'intérêts dénoncés à propos des analystes financiers au moment de l'explosion de la bulle Internet résidaient en ce que ceux-ci avaient « *confondu l'intérêt de leur employeur et leur intérêt personnel avec celui du destinataire de l'analyse, c'est-à-dire du public investisseur* »². L'intérêt prévalent dont ont la charge analystes financiers et agences de notation est donc constitué par celui des investisseurs à obtenir une information objective destinée à faciliter leurs anticipations, que celui-ci coïncide ou non avec l'intérêt particulier d'un émetteur lésé par une opinion

¹ Dans le cadre de son ouvrage, le professeur D. SCHMIDT retient que « l'expression *conflit d'intérêts* vise toute situation dans laquelle un actionnaire ou un dirigeant choisit d'exercer ses droits et pouvoirs en violation de l'intérêt commun soit pour satisfaire un intérêt personnel extérieur à la société, soit pour s'octroyer dans la société un avantage au préjudice des autres actionnaires », *op. cit.*, n° 19, p. 31. Une telle définition met en lumière que, dans le domaine du droit des sociétés, un intérêt prévalent unique s'impose, lié au contrat de société lui-même qui a été conclu entre les associés, face aux diverses procédures de réalisation d'un intérêt extérieur. L'élément fixe est ainsi l'intérêt prévalent, qui reçoit une définition unique, l'intérêt personnel pouvant lui être aussi bien un intérêt extérieur à la condition d'associé qu'un avantage injustifié procuré à un associé lors de la prise de décision sociale.

² J.-P. ZIMMERMANN, « Les analystes financiers », *préc.*, p. 742.

exagérément défavorable. Il faut préciser que l'objectivité n'est pas attachée à l'information elle-même, dont la nature qualitative reflète des choix dans ses modes d'élaboration propres à son auteur. L'objectivité tient en réalité au strict respect des méthodes affichées par les analystes financiers et les agences de notation de crédit, la lutte contre les conflits d'intérêts tendant précisément à assurer un tel respect. L'objectivité ne saurait porter sur l'objet de la prestation mais tient à ses conditions d'exécution. C'est le travail de synthèse qui doit être fondé sur des critères objectifs, non la synthèse elle-même¹.

985. La fonction de marché qui revient aux agences de notation et aux analystes financiers permet ainsi d'estimer qu'il est aujourd'hui d'intérêt général que le public dispose d'une information synthétique et objective de la masse de données transmises par l'ensemble des opérateurs². La chose est intuitive mais méritait d'être formulée en ce qu'elle met en lumière que, dans l'esprit du législateur, l'intervention de la règle de droit destinée à assurer le traitement d'un conflit d'intérêts en matière de notation et d'analyse financière repose sur la considération que les opinions émises ont une fonction d'intérêt général³. Le choix de politique juridique consistant à prévenir les conflits d'intérêts en la matière se fonde sur la reconnaissance d'un caractère d'intérêt général aux opinions émises par des personnes privées agissant de manière spontanée dans le cadre plus général de la liberté d'entreprendre. Le droit des instruments financiers attribue ainsi aux activités des agences de notation et analystes une dimension d'intérêt général⁴. Le traitement des conflits d'intérêts susceptibles d'affecter l'objectivité tendancielle des opinions émises trouve ainsi sa justification dans le fait qu'agences de notation et analystes concourent à l'intérêt général des investisseurs à disposer d'instruments d'interprétation qualitative de l'information sur le marché.

¹ La prévention des conflits d'intérêts en la matière ne saurait ainsi être reconduite à une exigence d'impartialité des agences de notation, par analogie avec la fonction de jugement. En effet, en ce qu'analystes financiers et agences de notation sont maîtresses de la détermination de leurs méthodes d'analyse, elles sont à la fois « juges et législateurs ». Il ne leur appartient pas de faire application d'une règle qui leur serait imposée mais de s'en tenir scrupuleusement aux choix de méthode qu'ils se sont assignés. L'impartialité ne constitue donc pas en l'occurrence, un fondement du dispositif. V. la définition précitée de J. MORET-BAILLY, « Définir les conflits d'intérêts », préc., n° 23, p. 1106, qui entreprend de définir la notion de conflit d'intérêts après en avoir identifié trois fondements possibles dans l'atteinte à l'indépendance, à la loyauté ou à l'impartialité (p.1102, n°6 et s.).

² Certains allant jusqu'à préconiser que la mesure du risque de crédit devienne un service public : P. JORION, « La mesure du risque de crédit doit être un service public », *Le Monde Économie* du 8 février 2011, p. 3.

³ En ce sens, le Parlement européen a affirmé que les agences de notation poursuivaient « des objectifs d'intérêt général », Résolution du Parlement européen sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (2003/2081 (INI)), JOUE, 22.4.2004, C 97 E/119, point 10. V., sous l'angle du droit public, les observations de J.-B. AUBY, « À propos des agences de notation », *Dr. adm.* oct. 2011, repère 9, qui constate : « À un double titre (...), les agences de notation exercent quelque chose comme une crypto-fonction d'intérêt général », du fait de la fonction réglementaire des notes dans le cadre des références aux réglementations prudentielles et du fait que, en relation aux dettes souveraines, « les agences de notation sont, à l'extérieur de l'appareil public, des instances d'évaluation des politiques publiques (...). Ce que la notation des entités publiques évalue, c'est à la fois leur capacité de rembourser leur dette, mais aussi leur volonté politique de le faire ».

⁴ Le rapport de LAROSIÈRE évoque ainsi le rôle « quasi-réglementaire » (*quasi-regulatory role*) joué par les agences de notation dans les marchés financiers d'aujourd'hui, *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report*, Bruxelles, 25 février 2009, 66), p.19.

Il convient alors de déterminer de quelle manière les règles juridiques peuvent traiter au mieux les conflits d'intérêts, de façon à assurer que les notation et analyses financières satisfassent la fonction prédictive dont elles participent

SECTION II : Le traitement des conflits d'intérêts comme condition d'objectivité de l'opinion prédictive

986. Deux précisions liminaires s'imposent ici. En premier lieu, la problématique du conflit d'intérêts irradie l'ensemble du droit financier¹. Les prestataires de services d'investissement sont par exemple tenus, au titre des règles de conduites qui leur sont applicables, de prévenir de tels conflits². Par ailleurs les règles destinées à améliorer la gouvernance entreprennent de prévenir les situations de conflits d'intérêts susceptibles d'affecter les décisions des organes sociaux. Ces règles n'ont pas été évoquées dans la section précédente car elles ne relèvent qu'indirectement de notre sujet. Si la situation de conflit d'intérêts dans laquelle se trouve un prestataire est susceptible d'affecter la bonne exécution de ses obligations d'information à l'égard de son client, elle est traitée par le droit positif en fonction d'un objectif qui dépasse de telles obligations. Le conflit d'intérêts est de nature à affecter, au-delà de l'information du client, les conditions de la prestation de service d'investissement. En dépit de son importance fondamentale, l'obligation d'information ne constitue pas la prestation caractéristique des services d'investissement. La problématique des conflits d'intérêts n'affecte l'exécution de leurs obligations d'information que de façon accessoire, en considération des conditions auxquelles sera réalisée l'activité d'intermédiation financière. La même remarque vaut, par analogie, en droit des sociétés. La prévention des conflits d'intérêts dans les sociétés cotées répond à une exigence générale de bonne gouvernance qui, si elle peut avoir des conséquences sur la qualité de l'information émise par les sociétés, n'en est pas l'objet premier. En revanche, les conflits d'intérêts qui touchent analystes financiers et agences de notation ont une incidence directe sur l'information qu'ils élaborent et communiquent au marché. En ce que le conflit d'intérêt nuit à l'objectivité de l'analyse, il est susceptible d'affecter tant le sens que la valeur prédictive de la note ou de l'analyse financière.

En second lieu, ce travail n'entend pas nourrir la réflexion relative à la création éventuelle d'agences de notation publiques, qu'elles relèvent des Etats ou de l'Union européenne. Il s'agit d'une interrogation plus politique que juridique qui, en outre, n'est pas de nature à mettre fin à la problématique des conflits d'intérêts mais, simplement, à en modifier les termes. Ainsi qu'on l'a remarqué, en résolvant les conflits d'intérêts tenant à des agences privées, cette solution « *en poserait d'autres et ne serait pas simple à réaliser : peut-on*

¹ *Journal des sociétés*, févr. 2009, dossier *Conflits d'intérêts en droit financier*.

² B. de SAINT MARS, « Conflits d'intérêts et règles de conduite », *Bull. Joly Bourse*, sept. 2007, p. 626.

imaginer qu'une agence européenne publique puisse évaluer sans difficulté la solvabilité des Etats membres de l'Union européenne ? »¹ Au-delà même de cet exemple, la création d'une agence publique ne ferait que supprimer l'intérêt commercial de l'entité, sans toutefois anéantir les risques d'un conflit en la personne des analystes. Ainsi que le révèle le récent rapport « SAUVÉ »², l'inclusion d'une activité n'est pas, loin s'en faut, suffisante à mettre un terme aux risques de conflits d'intérêts et à la nécessité d'un dispositif en la matière³.

987. Bien qu'elles ne se soient pas développées à la même période, les réglementations applicables aux agences de notations et analystes financiers mettent toutes deux le traitement des conflits d'intérêts au cœur du dispositif⁴. Le parti pris a consisté à instituer des règles contraignantes obligeant les analystes financiers et agences de notation à adopter des procédures internes de nature à prévenir les conflits d'intérêts. Parallèlement, la réglementation est animée par le souci de renforcer la responsabilité de ces professionnels de l'information. En somme, les évolutions contemporaines de la réglementation tendent à remédier aux échecs constatés des mécanismes d'autorégulation initialement privilégiés par les instances normatives.
988. En dépit de l'adoption récente d'un règlement européen conséquent relatif aux agences de notation, les réflexions théoriques perdurent et la loi n° 2010-1249 de régulation bancaire et financière a introduit une importante innovation en introduisant dans une disposition spéciale la possibilité d'agir en réparation du préjudice causé par les agences de notation⁵. Si elles ne constituent plus un angle mort de la réglementation⁶, les activités des agences de notation sont soumises à un dispositif dont la construction vient seulement d'être initiée⁷. Le traitement des conflits d'intérêts s'avère en effet d'une redoutable complexité, tant sont variées et fréquentes les situations dans lesquelles les relations avec les acteurs du marché peuvent interférer avec la recherche d'objectivité des analystes. Ceux-ci ne sont en effet pas dans une tour d'ivoire, malgré les aspirations des instances normatives à les emmurer au sein de leur agence ou de leur service d'analyse.

¹ J.-F. BIARD, « Les agences de notation de crédit », *JCP E* 2011, 1524, n° 28.

² *Pour une nouvelle déontologie de la vie publique*, remis au Président de la République le 26 janvier 2011.

³ Comme l'observe un auteur, « Il y a dans les agences de notation quelque chose comme un au-delà des agences publiques de régulation. Dans les deux cas, l'économie ne fait confiance aux agences que si elles sont indépendantes. Dans le cas des agences de notation, cette confiance exige apparemment plus : leur mission d'intérêt public pourrait n'être correctement assurée qu'en dehors du cadre public ! », J.-B. AUBY, « A propos des agences de notation », préc.

⁴ Le traitement des conflits d'intérêts en matière d'analyse financière a son siège dans la loi, à l'article L.544-2 COMOFI, signe de l'importance de la matière, qui fait toutefois l'objet de précisions dans le RG AMF, sur lesquelles, cf. *infra*, n° 1010. Le règlement (CE) n°1060/2009 y consacre son article 6, intitulé « indépendance et prévention des conflits d'intérêts », ainsi que, de manière indirecte, les paragraphes 2, 4 et 5 de l'article 7, dispositions qui font l'objet de nombreuses précisions dans l'annexe I dudit règlement.

⁵ Art.L.544-5 COMOFI.

⁶ A. COURET, « Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation », *Rev. soc.* 2003, p. 765.

⁷ En témoignent la rapidité avec laquelle a été modifiée le règlement (CE) n°1060/2009 par celui du 11 mai 2011, (UE) n°513/2011, ainsi que le récent communiqué de presse de la Commission européenne IP/11/1355, Bruxelles, du 15 novembre 2011, qui énonce les objectifs assignés à de futures propositions de règlements et de directive en la matière.

989. Cependant, les dispositifs organisationnels, dont rend compte la métaphore couramment employée de « muraille de chine », sont loin d'être les seuls perçus comme nécessaires au traitement des conflits d'intérêts. Il est courant à ce titre d'opposer les mesures préventives aux mesures de sanction de tels conflits. Cette présentation nous paraît réductrice. Si le traitement du problème des conflits d'intérêts passe par l'instauration de remèdes permettant d'en prévenir la survenance, ces dispositifs sont partiels et ne ciblent que certaines hypothèses ponctuelles de conflits d'intérêts. Le conflit d'intérêts ne fait pas l'objet d'une prévention en lui-même, seule une action sur ses causes pouvant être menée. Le traitement des conflits d'intérêts est alors indirect. Par ailleurs, lorsque le conflit est apparu, la sanction n'est pas, loin s'en faut, le remède de principe utilisé par la réglementation pour en traiter les conséquences. Il existe d'autres remèdes directs au traitement des conflits d'intérêts.
990. La plupart des remèdes, qu'ils soient étudiés *de lege lata* ou *de lege ferenda*, sont communs aux analystes financiers et aux agences de notation, signe de la forte similitude d'approche sur laquelle leur discipline juridique se fonde. Lorsque certains sont propres à l'analyse financière ou aux activités de notation, cela sera souligné sans remettre en cause l'hypothèse d'une problématique commune du traitement des conflits d'intérêts, qui justifie une étude conjointe de ces deux professions.

Pour les raisons évoquées, l'exposition s'articulera autour de la présentation des remèdes indirects (§1) puis des remèdes directs (§2) permettant le traitement des conflits d'intérêts.

§1. Les remèdes indirects : la prévention des conflits d'intérêts

991. Les remèdes indirects sont constitués par l'ensemble des règles tendant à empêcher que l'auteur d'une opinion ne se trouve à devoir arbitrer entre deux intérêts qu'il n'est pas en mesure de satisfaire dans la même mesure. Ces solutions n'opèrent ainsi que de façon indirecte en ce qu'elles ne prétendent pas tant remédier au conflit d'intérêts qu'à définir les conditions auxquelles l'activité de notation ou d'analyse doit être conduite sans risque que surgisse à un tel conflit.

À cet égard, ces remèdes ne sont pas nécessairement pertinents pour l'analyse financière alors qu'ils peuvent l'être pour les agences de notation. En effet, pour ces dernières, les situations de conflit d'intérêts paraissent dépendre de la structure du marché de la notation. La définition du niveau de concurrence constitue ainsi un élément à apprécier pour prévenir les conflits d'intérêts dans le domaine de la notation (A). De façon plus générale, tant pour les agences de notation que pour les analystes financiers, le remède le plus généralement admis en doctrine comme en législation réside dans la préservation de leur indépendance (B).

A. Le remède fondé sur la structure du marché de la notation : la concurrence

992. À la différence du marché de l'analyse financière, celui de la notation est fortement concentré entre plusieurs agences déjà anciennes, dont l'activité est internationale. La question se pose donc de savoir si le faible niveau de concurrence dans le domaine de la notation apparaît ou non favorable à l'indépendance des agences de notation dans l'exercice de leurs activités, question à laquelle il n'est pas possible de donner une réponse catégorique (1). Il n'en reste pas moins que l'introduction d'une réglementation contraignante applicable aux agences de notation est susceptible de constituer une barrière à l'entrée de nouveaux concurrents sur le marché qui ne disposeraient pas des moyens conséquents pour établir une organisation conforme, préoccupation qui n'a été que très partiellement prise en compte par le règlement européen (2).

1. Un risque de perte d'objectivité lié au caractère oligopolistique du marché de la notation ?

993. Il est fréquemment remarqué que les agences de notation constituent un marché d'oligopole¹. Les agences de notation sont aujourd'hui encore peu nombreuses et les principales disposent de la quasi-totalité du marché relatif à leur activité². Un tel constat semble relever de l'analyse des structures de marché qui tend à déterminer l'influence d'un opérateur sur les prix en fonction de l'importance relative de sa part de marché face aux entreprises agissant sur le même marché pertinent. Or, comme cela a pu être observé sur le marché de l'audit, la perspective structurelle constitue un présupposé³. Cette évocation de la structure du marché de la notation ne paraît pas conduire à autre chose, en termes de choix normatif, qu'à limiter les possibilités d'influence sur les prix des différentes agences de notation par un renforcement de la prohibition des ententes anticoncurrentielles⁴.

¹ On rappellera qu'un marché d'oligopole est défini par le nombre réduit d'agents fournissant un même bien ou service. Le nombre limité des opérateurs du côté de l'offre a ainsi pour effet de placer chacun d'entre eux en position de modifier les conditions du marché en déterminant ou en influant significativement sur les prix par leur seul comportement. La figure symétrique de l'oligopole du côté de la demande est désignée par le terme d'oligopsone.

² En 2003, l'OICV notait que les trois principales agences de notation (Moody's, Standard & Poor's et Fitch's Rating) se partageaient 94% du marché au niveau international : *Report of the Activities of Credit Rating Agencies*, 2003, p. 8, cité par S. ROUSSEAU, « Agences de notation de crédit et crise financière : quel rôle pour la régulation ? », in *Les défis actuels du droit financier*, dir. A. COURET et C. MALECKI, Joly éditions, 2010, p. 308-309.

³ M.-A. FRISON-ROCHE, « Les présupposés du Livre vert de la Commission européenne sur l'audit », *Bull. Joly Bourse*, janv. 2011, p. 49, n° 10. Sur le Livre vert, v. égal. B. LECOURT, « Audit légal des états financiers dans l'Union européenne : vers de nouvelles réformes », *Rev. soc.* 2011, p. 320.

⁴ Les fondements de l'analyse structurelle des marchés et des répercussions du nombre de concurrents sur la détermination du prix se trouvent chez A. COURNOT qui a distingué des situations de monopoles celles de

994. Tel n'est assurément pas le principal problème qu'évoque le caractère oligopolistique du marché de la notation *de lege ferenda* en droit financier. La prise en compte de la structure du marché ne tend pas essentiellement à abaisser le coût de la notation mais plutôt à assurer la préservation de l'objectivité nécessaire des agences de notation. Elle repose, en dernière analyse, sur la qualité de la notation elle-même. Il existe ainsi un écart de conception entre le renforcement de la concurrence d'un côté, qui suppose l'analyse du marché de la notation comme secteur concurrentiel et la prévention des conflits d'intérêts, qui repose sur la lutte contre le risque systémique, les agences de notations étant alors conçues comme internalisées dans le marché financier¹. Plus simplement, l'approche fondée sur la concurrence est exogène à la logique des marchés financiers alors que la prévention des conflits d'intérêts est endogène et tournée sur la fonction d'intermédiaire en information des agences de notation².
995. En ce que cette situation d'oligopole assure aux agences de notation une indépendance économique certaine, de nature à leur permettre de résister aux conflits d'intérêts, un auteur s'est interrogé dans les termes suivants : « *l'abus d'indépendance peut-il nuire à la notation ?* »³ À cet égard, un lien a été fait par le rapport de LAROSIÈRE entre le besoin d'une réglementation destinée à assurer l'indépendance et l'objectivité des agences de notation et la nature oligopolistique de l'activité⁴. Ce rapport énonce que « *la stabilité et le fonctionnement des marchés financiers ne devraient pas dépendre des opinions d'un petit nombre d'agences* »⁵. Le caractère oligopolistique du marché semble présenter en lui-même un risque accru de manque d'indépendance des agences de notation⁶. Bien qu'elle ne soit pas exprimée,

duopole au plan de leurs effets sur les prix : *Recherches sur les principes mathématiques de la théorie des richesses* (1838), Calmann-Levy, 1974, préf. H. Guitton, spéc., chap.V, VII et VIII, respectivement p. 99, 129 et 143.

¹ Ces observations résultent des analyses réalisées par le professeur Marie-Anne FRISON-ROCHE dans le domaine de l'audit, qui annonce le plan de son étude relative à la démarche suivie par la commission européenne en écrivant que celle-ci « se contredit, car elle définit l'audit comme une fonction internalisée dans le marché financier, ce qui suppose une régulation orientée vers la lutte contre le risque systémique (I), alors qu'elle se dirige vers une régulation du marché de l'audit tournée vers la construction d'une pleine concurrence, affirmation contradictoire (II). Il faut donc revenir, et l'on trouve des éléments en ce sens dans le Livre vert, vers une régulation définitive de prévention des conflits d'intérêts qui empêchent l'auditeur de remplir sa mission, c'est-à-dire de vérifier d'une façon impartiale le caractère exact, sincère et fidèle des comptes (III) », M.-A. FRISON-ROCHE, « Les présupposés du Livre vert de la Commission européenne sur l'audit », préc., p. 49-50, n° 13.

² Comp. M.-A. FRISON-ROCHE, « Les présupposés du Livre vert de la Commission européenne sur l'audit », préc., n° 21, p. 51, qui note, à propos des entreprises d'audit que celles-ci « sont des opérateurs systémiques au sens positif du terme, en ce qu'elles fournissent aux marchés l'information cruciale comme quoi les comptes sont exacts, sincères et fidèles. En cela, elles sont des intermédiaires nécessaires d'informations ».

³ F. MARTIN LAPRADE, « L'indépendance de l'opinion », in *Conflits d'intérêts en droit financier*, dossier du *Journal des sociétés*, févr.2009, p. 19.

⁴ « *Given the pivotal and quasi-regulatory role that they play in today's financial markets, Credit Rating Agencies must be regulated effectively, to ensure that their ratings are independent, objective and of the highest possible quality* », *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report*, Bruxelles, 25 février 2009, (66), p. 19.

⁵ « *The stability and functioning of financial markets should not depend on the opinions of a small number of agencies* », préc., (66), p. 19.

⁶ Dans sa résolution 2003/2081 (INI) sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (JOUE, 22.4.2004, C 97 E/117), le Parlement européen observait « la structure fortement concentrée, sur le plan mondial

la justification sous-jacente repose sur l'hypothèse que le développement de la concurrence serait de nature à réduire les notations de complaisance ou, au contraire, excessivement sévères, destinées à inciter un émetteur à s'adresser à l'une des rares agences disponibles pour redorer son blason. En somme, l'indépendance serait fonction de la structure du marché et croîtrait avec le nombre des concurrents. La concurrence est ainsi présentée en creux comme un moyen d'améliorer la qualité de la notation en laissant une plus grande liberté de choix aux émetteurs et aux utilisateurs de notation¹. Le développement de la concurrence sur le marché de la notation constitue un mode de régulation fondé sur un « *mécanisme marchand* »², la recherche d'une plus forte concurrence ayant vocation à assurer un contrôle efficace de la qualité et de l'intégrité du processus de notation comme à encourager l'innovation et la diversité des opinions³.

996. Cela étant dit, on ne perçoit pas de lien immédiat entre l'augmentation du niveau de concurrence et le renforcement de l'indépendance des agences de notation. Si le pouvoir de marché des agences de notation se verra dilué par l'entrée de nouveaux concurrents, il n'est en rien évident que cela renforcera leur indépendance. La raison en est que l'argument est réversible. Il est permis de penser que la nature oligopolistique du marché peut justement favoriser l'indépendance des agences de notation, assurées de préserver leur modèle économique dans la durée. En effet, un plus grand niveau de concurrence sur le marché est de nature à réduire la clientèle dont dispose chaque agence de notation. Il en résulte que l'importance relative de chaque émetteur dans le chiffre d'affaires de l'agence de notation augmentera avec le risque d'une perte de clientèle. L'objectif de conserver une part de marché face à des concurrents serait ainsi susceptible de nuire à l'objectivité des notations émises⁴. S'en trouvera ainsi accru le risque de *rating shopping* déjà constaté sur un marché d'oligopole⁵. On peut alors estimer que le caractère oligopolistique du marché « *induit une*

comme au niveau local » (point C), du secteur de la notation et invitait les autorités compétentes à « examiner le degré de concentration qui caractérise la profession de la notation et [à] établir si un oligopole [s'était] formé en conséquence », (Point 17).

¹ Comp. M.-A. FRISON-ROCHE, « Les présupposés du Livre vert de la Commission européenne sur l'audit », préc., p. 52, n° 25, à propos de l'audit, qui analyse « la conception que la Commission a de la régulation : la voie d'accès à la concurrence, lorsque celle-ci ne peut advenir spontanément, en raison de la puissance des agents présents, soit de droit (monopoles), soit de fait (concentrations). Ainsi, en brisant les agents présents, soit de l'intérieur en les scindant par la déconcentration, soit de l'extérieur en favorisant les nouveaux entrants, la concurrence va apporter ses bienfaits et éviter des connivences entre les grands opérateurs de marchés et les grandes entreprises d'audit, qui se partagent la rente informationnelle, alors que le métier de l'auditeur est de lutter contre la rente des premiers et non de la partager avec eux ».

² S. ROUSSEAU, « Agences de notation de crédit et crise financière... », préc., p. 308.

³ S. ROUSSEAU, « Agences de notation de crédit et crise financière... », préc., p. 309 et les références citées.

⁴ Ainsi, dans sa communication 2006/C 59/02 (JOUE, 11.3.2006), la Commission européenne déclarait ne pas partager les vues exprimées par le Parlement européen en relation au degré élevé de concentration du secteur de la notation. Elle estimait qu'aucune initiative n'était nécessaire à défaut d'indication de pratiques anticoncurrentielles et que « dans ce secteur très particulier, il n'est pas exclu qu'une fragmentation excessive du marché ait des conséquences négatives (par exemple, des agences incitées à attribuer des notations favorables par le souci d'attirer des clients) », C 59/05.

⁵ Comp. M.-A. FRISON-ROCHE, « Les présupposés du Livre vert de la Commission européenne sur l'audit », préc., n° 31, p. 52 : « si l'auditeur continue d'être choisi par l'organe sociétaire, la théorie de l'agence montre

indépendance économique constituant un élément de résistance face aux pressions éventuelles que pourraient exercer les différents acteurs (émetteurs, investisseurs, etc.) »¹.

997. Ainsi, argument réversible, celui du faible niveau de concurrence sur le marché de la notation apparaît incertain tant dans ses prémisses que dans ses effets réels sur la qualité et l'objectivité des notations émises². En effet, la plus grande ouverture de la notation ne correspond en rien aux besoins d'une régulation systémique de l'activité de ces intermédiaires en information que sont les agences de notation. Une régulation par la concurrence ne peut en effet que présenter une étape transitoire vers un encadrement juridique de l'activité proprement dite des agences de notation³.

Or, l'augmentation du niveau de concurrence sur le marché de la notation passe par l'allègement des dispositifs réglementaires susceptibles de constituer des barrières à l'entrée. Un tel objectif ne trouve toutefois qu'un faible écho dans la réglementation qui tient compte des conditions d'entrée de nouveaux concurrents sur le marché en allégeant certaines exigences organisationnelles.

2. La réglementation comme barrière à l'entrée

998. L'introduction dans l'Union européenne d'une réglementation contraignante a été à l'origine d'une réflexion sur ses effets concurrentiels. Le caractère oligopolistique du marché constitue en lui-même une barrière à l'entrée pour de nouveaux concurrents auxquels il apparaît bien difficile de se faire une réputation auprès d'émetteurs d'importance face à des géants tels que Moody's et Standard & Poor's. Face à cette situation, des questions ont été soulevées quant aux effets de l'adoption d'une réglementation lourde et contraignante sur le développement de la concurrence. Le nombre et la complexité des obligations imposées aux agences de notation

que celui-ci n'a pas intérêt à ce que le premier exerce une mission de qualité, et pourra préférer une prestation moins onéreuse et moins performante, laquelle loin d'être un inconvénient pour lui sera un avantage, puisque la prestation consiste à le contrôler. Donc, la loi vertueuse de la concurrence devient vicieuse ».

¹ Y. CHAPUT, « Contrôle et responsabilité de la notation financière : les agences de *Rating* en droit français », *RIDC*, 2-2006, p. 496.

² « Déterminer dans quelle mesure la notation constitue un monopole naturel demeure une question empirique qui ne peut véritablement être résolue sans que ne soient écartées les barrières réglementaires », S. ROUSSEAU, « Agences de notation de crédit et crise financière... », préc., p. 310.

³ V. les pénétrantes analyses de M.-A. FRISON-ROCHE, « Les présupposés du Livre vert de la Commission européenne sur l'audit », préc., p. 52, n° 28, à propos de l'audit : « c'est cette simple régulation temporaire que vise la Commission, car l'objectif est la concurrence, la régulation étant le moyen de la mettre en place entre les entreprises d'audit, en diminuant le pouvoir des entreprises en place. Mais *c'est une erreur d'analyse que de confondre processus de libéralisation de secteurs monopolistiques, ce qui supposerait que le but soit la concurrence, alors qu'en l'espèce, le but poursuivi par la Commission européenne est expressément la stabilité financière et qui comprend avant tout la prévention du risque systémique* », nos italiques.

supposent des moyens importants et une lourde structure organisationnelle dont peuvent difficilement disposer des agences ayant seulement amorcé leur activité¹.

999. Le règlement (CE) n°1060/2009 a en partie entrepris de réduire la lourdeur du dispositif pour les agences de dimension modeste. L'article 6, paragraphe 3 permet à l'Autorité européenne des marchés financiers² d'exempter une agence de notation du respect de certaines exigences, si cette agence est en mesure de démontrer que, « *compte tenu de la nature, de l'ampleur et de la complexité de son activité ainsi que de la nature et de l'éventail des notations de crédit émises, ces exigences ne sont pas proportionnées* ». Pour bénéficier de l'exemption, l'agence de notation doit employer moins de cinquante salariés ; elle doit disposer de procédures de contrôle interne garantissant l'indépendance des analystes et des personnes chargées d'approuver les notations, qui garantissent la conformité effective aux objectifs du présent règlement ; sa taille ne doit pas avoir été déterminée dans le but d'éviter, pour elle-même ou le groupe auquel elle appartient, de se conformer aux exigences du règlement³. L'allègement qui résulte d'une pareille disposition a ainsi une faible étendue et paraît soumis à des conditions restrictives. Cela témoigne d'une certaine réticence des instances communautaires à l'encontre d'un assouplissement dans la mise en œuvre des règles relatives au traitement des conflits d'intérêts. En effet, les mesures concernées par l'exemption sont la mise en place d'un dispositif de rotation, dont on comprend aisément l'absence de pertinence pour une structure de petite dimension, la nomination d'administrateurs indépendants composant au moins un tiers du conseil d'administration ou de surveillance de l'agence et l'existence d'un service de vérification de la conformité chargé de missions spécifiques. Outre l'exigence de rotation, l'exemption relative à la composition de l'organe d'administration ou de surveillance est pareillement aisée à comprendre. Compte tenu de la dimension réduite de l'agence, son activité ne requiert pas nécessairement la présence d'administrateurs indépendants dotés de missions spécifiques. Le service de vérification de la conformité est pareillement superflu si les procédures de contrôle interne sont mises en œuvre de manière effective dans une agence d'importance modeste.

1000. Le champ de l'exemption est ainsi fondé sur la considération que les agences de notation comportant moins de cinquante salariés peuvent réaliser elles-mêmes, et à moindre coût, sans contrainte additionnelle d'organisation interne, la prévention des conflits d'intérêts et la surveillance de leur activité. Était-il possible d'aller au-delà ? Il ne le semble pas. Les autres exigences organisationnelles, qui impliquent l'adoption de procédures de contrôle interne,

¹ Un pas a été franchi aux États-Unis avec l'adoption d'une définition de la qualification « Nationally Recognized Statistical Rating Organization » (NRSRO) qui figure désormais à la section 3, (a), (62) du *Credit Rating Agency Reform Act* (S.3850) : S. ROUSSEAU, « Agences de notation de crédit et crise financière... », préc., p. 304-305.

² Antérieur à la création de l'AEMF, le règlement dans sa version d'origine attribuait le pouvoir d'exemption à l'autorité compétente de l'État membre d'origine. La modification de l'article 6 résulte de l'article premier, 4) du règlement (UE) n° 513/2011.

³ Art.6, paragraphe 3, points a) à c).

d'évaluation d'un tel contrôle ou de réexamen des méthodes de notation ne sauraient en effet varier en raison de la dimension de l'agence de notation tant elles paraissent liées à la qualité de l'activité de notation elle-même.

1001. En revanche, ce sont les conditions auxquelles l'exemption peut ou non être accordée qui prêtent à discussion. Tel est le cas en premier lieu à l'égard du seuil fixé. Peut-être eût-il été pertinent de prendre pour référence le nombre d'analystes plutôt que celui des salariés, seuls la surveillance des premiers étant essentielle à l'égard du traitement des conflits d'intérêts. En second lieu et de façon plus essentielle, la seconde exigence, énoncée à l'article 6, paragraphe 3, b) paraît à la fois imprécise et redondante. Elle est redondante tout d'abord en ce qu'elle reprend en substance les exigences de procédures internes qui résultent des 1, 3, 4, 8 et 10 de la section A de l'annexe I du règlement, consacrée aux « *exigences organisationnelles* ». Cela n'est toutefois pas douteux car ces exigences ne sont pas couvertes par l'exemption. Cette condition de l'exemption est par ailleurs imprécise en ce qu'elle comporte une règle d'interprétation pour le moins générale. Les procédures ainsi mises en place doivent garantir « *la conformité effective aux objectifs* » du règlement. Aux fins de l'exemption, le règlement énonce ainsi de manière singulière une « *directive* » à l'intention tant des agences concernées que des autorités à même d'octroyer l'exemption. Le terme « *directive* » renvoie ici à l'idée que les agences sont libres des moyens mais tenues à la réalisation d'un certain objectif, dont l'appréciation reviendra, en définitive, à l'autorité en charge de l'exemption. Enfin, la dernière condition tend à prévenir la fraude. Il convient d'établir que la dimension de l'agence de notation ne tend pas à la faire échapper – elle ou le groupe dont elle relève¹ – aux exigences visées par l'exemption. Le bénéficiaire de l'exemption cède face à la preuve d'une tentative de détournement de sa finalité. Tout spécialement dans le cadre d'un groupe d'agences de notation, il pourrait être profitable à l'ensemble du groupe d'éviter de se soumettre à certaines exigences organisationnelles en s'introduisant dans l'Union européenne avec une agence de faible dimension. Si la preuve d'une telle volonté de détournement de l'exemption sera difficile à établir, il n'en demeure pas moins que cette condition laisse, là encore, une marge importante d'appréciation à l'autorité en charge de l'exemption, de nature à en compliquer l'octroi.

1002. Synthèse – La question de l'effet de la structure concurrentielle sur l'indépendance des agences de notation n'a pas encore été tranchée de façon claire. Pour s'en tenir toutefois au

¹ L'article 6, paragraphe 3, *in fine*, prévoit que « dans le cas d'un groupe d'agences de notation de crédit, les autorités compétentes veillent à ce qu'au moins une des agences de notation de crédit faisant partie du groupe ne bénéficie pas d'une exemption en ce qui concerne les exigences énoncées à l'annexe I, section A, points 2, 5 et 6 et à l'article 7, paragraphe 4 ». Cette limite à l'exemption dans le cadre d'un groupe est fondée sur l'idée que la société mère ou la société principale du groupe constitue une sorte de vitrine. La présence d'administrateurs indépendants ou d'un service de conformité en son sein a vocation à rejaillir sur l'activité des filiales. On conçoit mal en revanche qu'il soit impératif d'instituer un système de rotation dans l'hypothèse où une telle société comprendrait elle-même moins de cinquante salariés. Une telle hypothèse est toutefois peu probable car, dans le cadre d'un groupe de sociétés ayant pour activité la notation de crédit, il paraît vraisemblable qu'à la tête du groupe se trouvera une société d'une certaine importance.

droit de l'Union européenne, il apparaît que la réglementation ne tient que partiellement compte de la complexité et de la lourdeur des exigences organisationnelles prescrites pour de nouveaux entrants. L'exemption a un domaine limité et les conditions de son octroi offre une importante marge d'appréciation à l'autorité chargée de la délivrer. Il apparaît ainsi que, au titre des mécanismes de traitement des conflits d'intérêts, c'est davantage sur les conditions d'exercice de l'activité que sur la structure concurrentielle de la notation que l'attention des instances normatives s'est portée. On peut donc en conclure que le caractère oligopolistique du marché de la notation n'est pas perçu comme un élément essentiel à corriger pour assurer l'indépendance des agences de notation et favoriser l'objectivité tendancielle des notes qui en résultent. Il est sans doute de solides raisons à cela, qui valent également par analogie pour d'autres domaines. On peut ainsi estimer, en s'inspirant de l'analyse menée par le professeur Frison-Roche, qu'alors que « *le marché concurrentiel est par nature l'espace de la prise de risque, le marché de la notation ne doit pas l'être* »¹. En somme, la concurrence n'est pas l'objectif mais, à la rigueur, un simple moyen, dont l'efficacité reste à déterminer.

C'est donc essentiellement sur les conditions d'exercice de l'activité et d'élaboration des analyses et des notations que portent les remèdes indirects aux situations de conflit d'intérêts.

B. Le remède fondé sur la préservation de l'indépendance des analystes financiers et des agences de notation

1003. En réaction au caractère trop fréquemment optimiste des analyses financières antérieures à l'éclatement de la bulle Internet, ainsi qu'aux appréciations trop favorables dont ont fait l'objet des grandes sociétés au début des années 2000, des réflexions ont été menées dans différents pays, relatives, entre autres, au développement de l'analyse financière indépendante. À cet égard, un constat essentiel a été formulé dans le rapport du groupe de travail présidé par M. DEMADOLX DEDONS². Il a été observé que « *l'indépendance dans la recherche est, en fait, un état d'esprit, en permanence confronté avec de multiples sources de conflit d'intérêts* »³. Bien qu'énoncée dans une étude relative à l'analyse financière, une telle définition de l'indépendance a en réalité une valeur générale qui met en lumière les difficultés du traitement des conflits d'intérêts. La préservation de l'indépendance constitue en effet une condition générale permettant de prévenir les conflits d'intérêts⁴ et, en matière d'analyse et de

¹ Comp. M.-A. FRISON-ROCHE, « Les présupposés du Livre vert de la Commission européenne sur l'audit », préc., p. 53, n° 32, qui note dans les mêmes termes à propos de l'audit que : « le marché concurrentiel est par nature l'espace de la prise de risque. L'espace de l'audit ne doit pas l'être ».

² Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante sur le marché français, Rapport du groupe de travail présidé par Jean DEMADOLX DEDONS, Juillet 2005.

³ Rapport précité, p. 2 et spéc., p. 11-12.

⁴ J. MORET-BAILLY, « Définir les conflits d'intérêts », préc., n° 7, voyant dans l'atteinte à l'indépendance un fondement traditionnel des dispositifs tendant à lutter contre les conflits d'intérêts.

notation financières, une exigence indispensable à la mise en œuvre objective des méthodes choisies pour élaborer la note ou l'analyse. Il apparaît en effet très délicat de bâtir un dispositif suffisamment large et précis permettant de viser l'ensemble des situations dans lesquelles l'indépendance intellectuelle d'un analyste ou de la personne morale dont il relève est susceptible d'être limitée.

1004. Ainsi, pour les agences de notation, l'article 6, paragraphe 1 du règlement, constitue une disposition cadre, ensuite précisée par les annexes auxquels renvoie le paragraphe 2. Le paragraphe 1 dispose en effet en des termes particulièrement larges : « *une agence de notation de crédit prend toute mesure nécessaire pour garantir que l'émission d'une notation de crédit n'est affectée par aucun conflit d'intérêts, ni aucune relation commerciale, existants ou potentiels, impliquant l'agence de notation de crédit émettant cette notation, ses dirigeants, ses analystes de notation, ses salariés, toute autre personne physique dont les services sont mis à la disposition ou placés sous le contrôle de l'agence de notation de crédit ou toute personne directement ou indirectement liée à elle par une relation de contrôle* ». La formulation apparaît tout aussi large que celle adoptée pour définir l'obligation qui pèse sur un prestataire de services d'investissement de prendre « *toute mesure raisonnable lui permettant de détecter les situations de conflits d'intérêts se posant lors de la prestation de services d'investissement, de services connexes ou de la gestion d'OPCVM* ». On peut constater à quel point il est délicat de figer à des hypothèses abstraites les situations de conflit d'intérêts. Après avoir établi une liste de mesures nécessaires à assurer le degré d'indépendance requis, l'article 313-21, II dispose à son dernier alinéa que si ces mesures sont insuffisantes, elles ne sont pas limitatives, le prestataire de services d'investissement étant tenu de « *prendre toutes les mesures et procédures supplémentaires ou de substitution qui sont nécessaires et appropriées à cette fin* ».

1005. Compte tenu de la difficulté qu'il y a à définir abstraitement ce qu'est l'indépendance, il est nécessaire d'opérer une déclinaison de la notion en la mettant en relation avec les conditions dans lesquelles est exercée l'activité d'analyse conduisant à l'élaboration d'une opinion. Le droit positif procède ainsi sous forme d'hypothèses types permettant d'établir les situations porteuses des germes d'un conflit d'intérêts en ce qu'elles peuvent conduire l'analyste à privilégier son intérêt personnel à celui, qui prévaut, des investisseurs à bénéficier d'une information critique indépendante¹.

1006. Face à la diversité des situations de conflit d'intérêts prises en compte par la réglementation, différentes classifications ont été proposées en doctrine. Les situations de conflit d'intérêts dans lesquelles se trouvent les agences du fait des relations commerciales avec leurs clients ont ainsi été distinguées de celles qui résultent de la fourniture de services annexes ou qui

¹ Comp., en matière de gouvernement d'entreprise, la présentation du « Guide du Medef visant à prévenir et gérer les conflits d'intérêts dans l'entreprise », F. BASDEVANT, *RTDF* n° 3 – 2011, p. 84.

dérivent du manque d'indépendance des salariés¹. D'un point de vue théorique, il a été observé que la prévention des conflits d'intérêts suppose, d'une part, la recherche d'une impartialité fonctionnelle relative à l'organisation institutionnelle de différents acteurs et, d'autre part, la prévention de conflits opérationnels, inhérents à la réalisation d'opérations bancaires ou industrielles. Selon cet auteur, les règles applicables aux analystes financiers relèveraient de la prévention des conflits opérationnels². Le premier classement ne s'applique qu'aux agences de notation alors que la distinction entre impartialité fonctionnelle et prévention des conflits opérationnels apparaît insuffisamment déterminée. En effet, s'il est certain que les règles applicables aux agences de notation et aux analystes financiers tendent à prévenir les conflits d'intérêts dans l'exercice de leur activité, cette activité peut être exercée en continu, indépendamment de l'existence d'une opération financière particulière. En outre, l'idée que les conflits d'intérêts ont une implication à l'occasion d'une opération ne dit rien quant à la diversité des modalités pour les prévenir. Une distinction a par ailleurs été faite entre le défaut d'indépendance interne et externe des analystes financiers³. La difficulté tient alors au fait que l'indépendance externe de l'analyste sera parfois réalisée par des règles relatives à l'organisation interne de l'activité d'analyse.

1007. On conviendra qu'il est délicat de réaliser en la matière une présentation du dispositif qui soit suffisamment rigoureuse compte tenu de l'absence de définition juridique précise de l'indépendance. Il faut donc partir de son enjeu pour établir de quelle manière elle est assurée. L'indépendance est présentée en législation comme une condition essentielle à l'objectivité des analyses conduites par les analystes financiers et les agences de notation. Elle est toutefois assurée par des règles ayant des objets différents. Une distinction en ce sens avait été faite entre « *déontologie personnelle* » et « *déontologie institutionnelle* » des établissements financiers⁴. Cette distinction majeure ne permet toutefois pas d'inclure les règles en matière de rémunération, qui peuvent relever d'une déontologie tant personnelle qu'institutionnelle selon les cas.

On retiendra donc, sans prétendre à l'exhaustivité, que l'indépendance dans le processus d'élaboration de l'analyse ou de la note est essentiellement assurée d'une triple manière. L'indépendance résulte d'abord, de manière indirecte, des règles prévoyant la détermination de la rémunération de l'activité (1). L'indépendance est ensuite assurée par les règles

¹ J.-M. MOULIN, « Conflits d'intérêts chez les agences de notation », *Bull. Joly Bourse* n° spécial décembre 2008, p. 580 et s. Au sein des conflits liés aux relations commerciales avec le client, l'auteur distingue le paiement de l'agence par son client du phénomène de la notation sollicitée. À cet égard, la présentation faite ne convainc pas. Si l'existence d'une rémunération paraît de nature à générer une situation de conflits d'intérêts selon les modalités de sa détermination, il n'en va pas de même dans l'hypothèse d'une notation non sollicitée. Si la notation non sollicitée est de nature à pousser les émetteurs à solliciter une notation afin de permettre son amélioration, en permettant à l'agence de notation d'accéder à des informations plus fournies, un tel risque n'est qu'indirect et n'a pas trait tant aux conditions d'élaboration de la notation qu'à ses conséquences.

² A. PEZARD, « Conflits d'intérêts », *RTDF* n° 2 - 2006, p. 112 et s., spéc. p. 114.

³ F. MARTIN LAPRADE, « L'indépendance de l'opinion », préc., p. 17.

⁴ P. DIDIER, *Droit commercial, t. 3, Le marché financier – les groupes de sociétés*, PUF, 1993, p. 166-167.

prévoyant l'organisation des activités réalisées, de façon à assurer que les éléments d'appréciation ne rentrent pas en conflit avec ceux qui apparaissent nécessaires aux activités voisines (2). L'indépendance résulte enfin, de manière directe, des règles applicables aux analystes eux-mêmes dont l'indépendance intellectuelle est assurée dans les agences de notation par l'introduction d'un mécanisme original de rotation (3).

Ainsi, le dispositif s'organise pour établir les conditions d'exercice d'une activité assurant la plus grande indépendance intellectuelle de ceux qui élaborent l'opinion destinée à permettre les anticipations du marché¹.

1. L'indépendance économique

1008. L'objectivité de l'analyse conduite suppose que son contenu et son sens, favorable ou non à l'émetteur ou à l'instrument analysé, soient indépendants du montant de la rémunération perçue. Il faut donc, d'une part, détacher les conditions de détermination de la rémunération de l'élaboration de l'analyse et, d'autre part, assurer que les analystes ne seront pas intéressés aux conséquences éventuellement positives de leurs analyses.

1009. Ni les analystes financiers ni les analystes, salariés et autres personnes participant à une activité de notation, ne peuvent réaliser des transactions sur les instruments financiers ou instruments liés sur lesquels porte l'analyse² ou émis par l'entité notée³. L'absence d'intéressement aux activités suppose que les mêmes personnes « *ne peuvent solliciter ni accepter des sommes d'argent, de cadeaux ou de faveurs de quiconque entretient une relation d'affaires avec l'agence de notation de crédit* »⁴, tout comme « *le prestataire de services d'investissement, les analystes financiers et les autres personnes concernées intervenant dans la production de l'analyse financière n'acceptent pas d'avantages de personnes ayant des intérêts importants dans l'objet de l'analyse* »⁵. En outre, dans le domaine de la notation, l'article 7, paragraphe 2 du règlement (CE) n° 1060/2009 précise que les agences de notation doivent veiller à ce que les analystes salariés et toute autre personne associée aux activités de notation « *ne soient pas autorisés à engager des négociations concernant les commissions ou les paiements dus, avec une entité notée, un tiers lié ou toute personne directement ou*

¹ Les règles sont très nombreuses et ne seront qu'évoquées à titre d'illustration, leur analyse de détail n'étant pas l'objet de ce travail.

² Art.313-27, 1° et 2° RG AMF.

³ Annexe I, Section C, point 1 du règlement.

⁴ Annexe I, Section C, point 4 du règlement.

⁵ Art.313-27, 3° RG AMF. Sur la définition des avantages commune à l'ensemble des services d'investissement, art.314-76, RGAMF. Pour une condamnation d'une société n'ayant pas fait état de ses relations d'affaires, fondées sur un mandat exclusif de conseil pour la réalisation d'une levée de capitaux, avec profit de l'émetteur sur lequel portait une analyse financière, Décision de sanction AMF, 8 janvier 2009, *Société Euroland Finance* : Bull. Joly Bourse, mai 2009, p. 204, note M. KLOEPFER-PELÈSE.

indirectement liée à l'entité notée par une relation de contrôle ». Les analystes ne doivent donc pas négocier leur rémunération avec l'entité notée. À cela s'ajoute que les analystes salariés et autres personnes intervenant dans le processus de notation ne peuvent prendre part à la notation d'une entité dont ils détiennent des instruments financiers, à moins qu'il ne s'agisse d'une participation dans un organisme de placement collectif diversifié, ou à laquelle ils ont été récemment liés par « *type de relation susceptible de causer ou généralement perçue comme causant un conflit d'intérêt* »¹.

2. L'indépendance opérationnelle

1010. L'exigence d'indépendance opérationnelle suppose que les activités d'analyse financière ou de notation ne sont pas les seules auxquelles se livre l'entité concernée. Cette indépendance résulte de l'isolement opérationnel de ces activités à l'égard d'activités connexes pouvant avoir une incidence sur l'appréciation à donner d'une opération financière. Cette indépendance est assurée de différentes manières. En premier lieu, il revient aux dirigeants des entreprises élaborant des opinions indépendantes d'assurer l'indépendance des analystes. Ainsi, l'article L.544-2 du Code monétaire et financier dispose que « *les dirigeants d'une entreprise doivent s'abstenir de toute initiative auprès des analystes financiers dont ils rémunèrent les services qui aurait pour objet ou pour effet de privilégier leurs intérêts propres, ou ceux de leurs actionnaires, au détriment d'une information sincère* ». Au sein des agences de notation, il revient au conseil d'administration ou au conseil de surveillance de veiller à ce que « *les activités de notations soient indépendantes, notamment de toutes les influences ou contraintes politiques et économiques* »². Cette obligation générale qui pèse sur les dirigeants ne constitue toutefois pas directement une mesure assurant l'indépendance organisationnelle des analystes.

De manière essentielle, l'indépendance est réalisée par le biais de mesures permettant la séparation des activités dont la réalisation simultanée peut être source de conflits d'intérêts. Ainsi, lorsque l'agence de notation fournit d'autres services ou que l'activité d'analyse financière est réalisée au sein d'un prestataire d'investissement, des exigences d'organisation s'imposent de façon à assurer l'absence d'interférence des autres activités à l'égard de la notation ou de l'analyse (a). D'autre part, l'importance conférée à l'indépendance opérationnelle a conduit le législateur à élaborer un dispositif favorable à l'exercice de l'activité d'analyse financière par des personnes ne relevant pas des prestataires de services d'investissement (a).

¹ Annexe I, Section C, point 2 du règlement

² Annexe I, A, 1, a) du règlement.

a. Les murailles de Chine

1011. La principale mesure organisationnelle susceptible de prévenir les conflits d'intérêts liés à la dimension « multicapacitaire » de l'activité des analystes financiers et des agences de notation¹ tient à l'érection de « murailles de Chine ». Les murailles de Chine tendent ainsi à rendre imperméables les différents services assurés par un même opérateur, de façon à prévenir toute perte d'indépendance intellectuelle liée à des considérations d'opportunité étrangères à l'analyse proprement dite. De telles modalités organisationnelles sont exigées tant des personnes réalisant des analyses financières que des agences de notation. En effet, les prestataires de services d'investissement disposant d'un service d'analyse financière ont des activités susceptibles de générer des conflits d'intérêts en leur sein. Il en va de même pour les agences de notation ; le service connexe d'analyse financière ne requiert pas l'obtention d'un agrément et peut, à ce titre, être exercé par n'importe quel prestataire réalisant une activité au titre d'un service d'investissement ou d'un autre service connexe. Par ailleurs, il résulte désormais du règlement n° 1060/2009 qu' « une agence de notation de crédit peut fournir des services autres que l'émission de notations de crédit (« services accessoires ») »².
1012. En pareille situation, les agences de notation doivent s'assurer que la fourniture de services accessoires ne génère pas de conflits d'intérêts avec ses activités de notation de crédit³. Le règlement insiste à ce titre sur l'hypothèse problématique dans laquelle une agence de notation fournit une assistance dans la conception d'opérations de financements structurés par le biais de la titrisation⁴. Les agences doivent alors s'assurer « que les analystes de notation ou les personnes qui approuvent les notations n'émettent pas, de manière formelle ou informelle, de propositions ou de recommandations concernant la conception d'instruments financiers structurés dont on s'attend à ce qu'ils fassent l'objet d'une notation de crédit de sa part »⁵. Une exigence semblable de séparation des activités s'applique aux prestataires de

¹ Voir par exemple le document *Ancillary or other permissible services provided to entities by MIS'S EU credit rating agencies*, du 12 octobre 2010, listant les autres activités réalisées par Moody's, consultable sur le site www.moodys.com.

² Annexe I, Section B, point 4, al. 2 du règlement, qui précise que « les services accessoires ne font pas partie des activités de notation de crédit ; ils englobent les prévisions de marché, les estimations de l'évolution économique, les analyses de prix et d'autres analyses de données générales, ainsi que les services de distribution qui y sont liés ». Au sens du premier alinéa de la même disposition, est en revanche interdite la fourniture par les agences de notation « de services de consultant ou de conseil à une entité notée ou à un tiers lié en ce qui concerne leur structure sociale ou juridique, leurs actifs, leur passif ou leurs activités ».

³ Annexe I, Section B, point 4, al.3 du règlement.

⁴ T. GRANIER, « Financements structurés et encadrement juridique des agences de notation », *RTDF* n° 3-2007, p. 136. V. le Point 21, p.9 du Rapport de LAROSIÈRE, préc. : « *The conflicts of interests in CRA's made matters worse. The issuer-pays model, as it has developed, has had particularly damaging effects in the area of structured finance. (...) Conflicts of interests become more acute as the rating implications of different structures were discussed between the originator and the CRA* ».

⁵ Annexe I, Section B, point 5 du règlement.

services d'investissement, à laquelle sont également soumis les analystes financiers¹. L'article 313-21, II, 5° du règlement général AMF prévoit l'établissement par les prestataires de services d'investissement de « *mesures visant à interdire ou à contrôler la participation simultanée ou consécutive d'une personne concernée à plusieurs services d'investissement ou connexes ou autres activités lorsqu'une telle participation est susceptible de nuire à une gestion adéquate des conflits d'intérêts* ». L'étanchéité effective des diverses branches d'activité suppose en outre, tant pour l'analyse financière que pour la notation, l'instauration de mécanismes de « *barrières à l'information* »².

b. L'analyse financière indépendante

1013. Par définition, « [l']*indépendance de ces professionnels paraît toutefois moins menacée que celle des analystes exerçant pour le compte d'un prestataire* »³. Ceux-ci sont identifiés en creux par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers comme « *les analystes ne relevant pas d'un prestataire de services d'investissement* »⁴. La difficulté première provient du mode de financement de l'activité des entreprises d'analyse indépendante, qui n'apparaît pas directement rentable en elle-même⁵. En effet, « *comme il est improbable que les investisseurs acceptent de payer, d'autant que l'information financière gratuite ou quasi-gratuite est abondante, même si elle n'est pas toujours de qualité ni pleinement indépendante, les sources de financements ne peuvent venir que des émetteurs et des intermédiaires* »⁶. Il s'est donc agi d'inciter les sociétés de gestion à recourir à l'analyse financière indépendante en autorisant les commissions de courtage à facturation partagée, conformément aux

¹ Par renvoi de l'article 313-26 à l'article 313-21, II RG AMF.

² Annexe I, Section C, point 3, c) du règlement pour les agences de notation et art.313-21, II, 1° RG AMF pour les analystes financiers. Pour un exemple du prononcé d'une sanction au titre d'un manquement constitué par une insuffisante séparation des activités d'analyse financière et de « *corporate finance* », d'où était résulté un manquement consécutif relatif « à la porosité de la « muraille de Chine » à travers la circulation d'une information confidentielle entre un collaborateur du département de corporate finance et un analyste financier », Décision de sanction AMF, 8 janvier 2009, *Société Euroland Finance*, préc.. Égal., pour le prononcé d'une sanction sur le fondement d'un manquement à l'instauration de murailles de Chine entre l'exécution des ordres pour compte propre et de tiers par une société et ses services d'analyse financière, Décision de sanction AMF, 24 janvier 2008, *Aff. Steria*, p. 10, point 2.2.4. : *Bull. Joly Bourse*, janvier 2010, p. 38, note M. KLOEPFER-PELÈSE.

³ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 425-2, p. 612.

⁴ Intitulé du chapitre VII du Titre II du Livre III RG AMF. Sont en réalité concernés par les articles 327-2 et suivants du règlement général les analystes financiers, personnes physiques ou morales autres que les prestataires de services d'investissement produisant ou diffusant une recommandation d'investissement à caractère général dans les conditions de l'article 313-25 et que les sociétés de gestion d'organismes de placement collectif exerçant l'activité définie à l'article L.544-1 COMOFI, ainsi que cela résulte de l'article 327-1, II RG AMF.

⁵ A. COURET, H. LE NABASQUE et *alii*, *Droit financier*, 2^e éd., Dalloz 2012, n° 213, p. 138-139 : « Le rôle et la structure de la profession mettent en relief un élément fondamental de cette activité, celui de son financement. En effet, il existe peu d'analystes indépendants dans la mesure où la recherche dans ce domaine n'est pas directement rentable. Elle peut l'être si elle fait partie des services rendus par un gestionnaire, un prestataire de services d'investissement ou une banque d'affaires. Dans ces conditions, le risque de conflits d'intérêts entre l'analyste et son employeur est important ».

⁶ J.-J. DAIGRE, « Régulation de l'analyse financière indépendante », *RTDF* n° 3-2007, p. 142.

préconisations du groupe de travail présidé par M. DEMANDOLX-DEDONS¹. Constatant que « le modèle qui consistait à faire payer directement ou indirectement la recherche financière indépendante par les sociétés de gestion ou les investisseurs n'apparaît plus pour l'instant une équation viable en Europe du fait de la pression concurrentielle sur les frais de gestion »², le rapport préconisait le découplage entre la prestation d'exécution et la prestation d'analyse afin « de redonner un prix ou une valeur « marchande » à l'analyse financière »³. Cette solution fut finalement retenue et résulte aujourd'hui de l'autorisation donnée aux sociétés de gestion de portefeuille de « conclure des accords écrits de commission partagée aux termes desquels le prestataire de services d'investissement qui fournit le service d'exécution des ordres reverse la partie des frais d'intermédiation qu'il facture, au titre des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres, au tiers prestataire de ces services »⁴.

1014. Ainsi, l'analyse financière indépendante postule un modèle économique dont les conséquences doivent être mesurées à l'aune de l'objectif de prévention des conflits d'intérêts opérationnels. Cette indépendance de l'analyste à l'égard de toute autre entité permet d'établir à son profit une présomption « d'indépendance d'appréciation » au sens de l'article 327-4 du règlement général. En vérité, l'effet essentiel de cette règle consiste à établir « une « présomption de légitimité » au regard de la réglementation des conflits d'intérêts »⁵. Cette présomption repose sur l'absence de lien capitalistique « significatif » entre, d'une part, les analystes personnes physiques et, d'autre part, les établissements de crédits, entreprises d'investissement ou émetteurs sur lesquels portent leurs analyses⁶. Lorsque l'analyste est une personne morale, son indépendance sera présumée si son capital est détenu en majorité par des analystes eux-mêmes indépendants⁷.

1015. Cette présomption de légitimité emporte la soustraction des analystes indépendants aux exigences de barrières à l'échange d'information ainsi qu'aux règles de prévention et de

¹ Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante sur le marché français, Rapport du groupe de travail présidé par M. Jean DEMANDOLX DEDONS, Juillet 2005, cinquième proposition, p. 25 et s.

² *Idem.* p. 25.

³ *Idem.* p. 26.

⁴ Art.314-81, al.1^{er} RG AMF.

⁵ D. MARTIN et L. CHEKROUN, « Le cadre juridique de l'analyse financière », *RTDF* n° 2-2008, p. 39.

⁶ Art.327-4, I, 1° à 4° RG AMF: v. Décision de sanction AMF, 23 septembre 2010 : *Bull. Joly Bourse*, 2011, p. 24, note T. GRANIER : dans cette affaire, la Commission des sanctions écarte la présomption d'indépendance qui pesait sur une société enregistrée comme conseiller en investissement financier en relevant que la société gérante de cette société détenait une participation dans celle-ci, avec laquelle elle avait conclu « une convention d'assistance intra-groupe » en vertu de laquelle elle lui avait confié des analyses financières dont elle avait la charge, relativement à des titres dont elle assurait par ailleurs le reclassement en qualité de conseiller. Il en résultait que n'était pas rempli le critère requis par l'article 327-4, I, 3° pour bénéficier de la présomption, en vertu duquel, aucun conseil d'un émetteur ne doit détenir de participation dans le capital de l'analyste (point II.2.1). Par contre coup, un manquement avait été constaté à l'encontre de la société de conseil en investissement financier pour ne s'être pas dotée des procédures et des moyens propres à la garantir de toute immixtion de sa gérante dans l'exercice de son activité (II.2.2).

⁷ Art.327-4, I, 5° RG AMF.

divulgarion de conflits d'intérêts¹, par hypothèse inexistants. En ce qu'elle est présumée indépendante, l'analyse financière réalisée par une personne qui ne relève pas d'un prestataire ne requiert pas d'organisation particulière mais simplement la mise en place d'une Charte éthique définissant les principes « *d'intégrité, d'indépendance, de compétence et d'organisation [que les analystes] doivent respecter* », ainsi que les méthodologies selon lesquelles ils élaborent leurs analyses, en vertu de l'article 327-6, I du règlement général AMF. L'adhésion à une association professionnelle représentative constitue toutefois une alternative à la mise en place d'une Charte éthique².

Ainsi, les exigences opérationnelles sont remplacées par un encadrement professionnel et des mécanismes d'autorégulation fondés sur une déontologie de l'activité en matière d'analyse financière indépendante.

3. L'indépendance personnelle des analystes : la rotation

1016. Par indépendance personnelle, sont désignées les règles qui tendent à assurer l'objectivité de l'analyste lui-même, indépendamment de l'organisation de la structure à laquelle il appartient et de la rémunération qu'il perçoit. À ce titre, l'indépendance intellectuelle des analystes est assurée au sein des agences de notation par l'instauration d'un mécanisme original déjà évoqué, constitué par un système de rotation obligatoire. Ainsi, l'article 7, paragraphe 4 du règlement (CE) n°1060/2009 institue un mécanisme de rotation progressive³ des analystes de notation et des personnes chargées d'approuver les notations⁴, sur une base individuelle. La section C, paragraphe 8, de l'annexe I du règlement vient préciser de quelle manière s'opère la rotation en fixant la durée maximum pendant laquelle analystes de notation, analystes en chef et personnes chargées d'approuver la note peuvent être associés à des activités de notation relatives à une même entité notée ou à ses tiers liés⁵. L'écoulement de cette durée a pour conséquence que les personnes visées ne peuvent plus être associées aux activités de

¹ Sur lesquelles cf. *infra*, n° 1023 et s.

² V. O. DOUVRELEUR, « L'analyse financière indépendante : le nouveau cadre réglementaire », *RTDF* n° 3-2007, p. 145.

³ L'article 6, paragraphe 3 du règlement établit une possibilité d'exemption relative à la rotation progressive, pour une agence de notation « en mesure de démontrer que, compte tenu de la nature, de l'ampleur et de la complexité de son activité ainsi que de la nature et de l'éventail des notations de crédit émises, ces exigences ne sont pas appropriées », lorsqu'une telle agence répond aux critères cumulatifs énoncés aux points a) à c) de la même disposition.

⁴ L'article 7 paragraphe 4, vise les personnes mentionnées à l'annexe I, section C, point 8 du règlement.

⁵ Cette durée maximum est établie à quatre ans pour les analystes de notation en chef (point a), à cinq ans pour les analystes de notation (point b) et à sept ans pour les personnes chargées d'approuver les notations (point c).

notation afférentes à l'entité notée ou à ses tiers liés¹ pendant deux ans à compter de l'expiration de la période visée².

1017. La *ratio legis* se comprend aisément. L'objectif recherché est de faire en sorte que les analystes, considérés individuellement, ne soient pas constamment amenés à élaborer des notes sur le même type d'instrument financier ou d'émetteur. La finalité recherchée se dédouble. D'une part, les analystes sont intellectuellement empêchés de fonder leurs analyses sur des précédents liés à leur expérience de la notation d'une entité donnée ou des tiers qui lui sont liés. D'autre part, leur rotation périodique conduit à limiter dans la durée les influences auxquelles ils pourraient être soumis du fait de leur activité de notation relative à une même entité ou aux tiers liés.
1018. L'efficacité de ce mécanisme de rotation pose cependant problème au double égard de son domaine et de sa pertinence. Quant à son domaine, la référence faite à l'entité notée ou aux tiers liés pour imposer la rotation procède d'une analyse réductrice du risque de conflit d'intérêts. Le conflit d'intérêts n'est pas limité à l'attribution d'une note excessivement favorable. En effet, l'indépendance de l'analyste à l'égard de l'entité notée ne se comprend que dans ce sens. Un analyste peut également se trouver en position de conflit d'intérêts s'il a des intérêts ou subit l'influence d'émetteurs concurrents de l'entité notée, ou qui émettent des titres ayant les mêmes propriétés. La référence à l'entité notée apparaît donc trop étroite en pratique, le conflit d'intérêts pouvant conduire à rendre une analyse défavorable, ainsi que cela avait été retenu en première instance dans l'affaire *Morgan Stanley/LVMH*³, en matière d'analyse financière. En somme, plus que par entité, c'est par référence au secteur d'activité et aux catégories de titres émis qu'il aurait fallu concevoir le mécanisme de la rotation.
1019. En outre, le mécanisme n'apparaît pas nécessairement pertinent aux fins de la qualité des activités de notation. La logique de prévention des conflits d'intérêts ne doit pas nuire aux conditions d'exercice des activités d'analyse, qui requièrent une qualification mais aussi une expérience des analystes eux-mêmes. Si, pour les émissions, les activités de notation impliquent une analyse plus individuelle, plus particulière à chaque émission et dont la qualité ne devrait pas être modifiée par la rotation des analystes, il en va différemment pour les émetteurs, dont la notation procède d'une connaissance dans la durée de leur secteur d'activité. Lorsque la qualité de la notation participe de la connaissance d'un secteur donné, le système de rotation devrait permettre à un analyste d'exercer son activité plus de quatre années et de pouvoir ajuster la notation d'un émetteur dans la durée.

¹ Au sens de l'article 3, paragraphe 1, i) du règlement, est un tiers lié « l'initiateur, l'arrangeur, le sponsor, l'organe de gestion ou toute autre partie interagissant avec l'agence de notation de crédit pour le compte de l'entité notée, y compris toute personne directement ou indirectement liée à cette entité notée par une relation de contrôle ».

² Paragraphe 8, *in fine* de la section C de l'annexe I du Règlement.

³ Cf. *infra*, n° 1032 et s.

1020. Les règles de durée n'énoncent qu'un maximum impératif qui permet aux agences de notation de disposer d'une marge de manœuvre¹ mais elles ne tiennent pas assez compte des spécificités associées aux différences qui peuvent exister selon l'objet de la notation, ni de la nécessité d'établir des notes *through-the-cycle*. Il eût ainsi été préférable de combiner, quoique cela soit source d'une complication supplémentaire, l'exigence d'une rotation par émetteur et par secteur, en tenant compte de l'objet de la notation, selon qu'elle s'applique à des émissions ou à des émetteurs.

1021. **Synthèse** - Les remèdes indirects constituent un ensemble de solutions nécessairement éparses et incomplètes tant apparaît insaisissable et malaisée à déterminer abstraitement la situation de conflits d'intérêts qu'ils tendent à désamorcer. Si l'on doit s'attacher à faire en sorte qu'analystes et agences de notation opèrent en toute indépendance, de façon à garantir leur objectivité, il apparaît plus essentiel encore de remédier aux conséquences des situations de conflit d'intérêts lorsque celui-ci est constitué. C'est ce à quoi tendent les remèdes directs qu'il faut examiner à présent.

§2. Les remèdes directs : le traitement du conflit d'intérêts établi

1022. Le réalisme doit prévaloir en la matière. Il n'apparaît pas souhaitable, car impossible, de définir par voie de disposition générale et abstraite et de réduire à autant d'hypothèses d'école une réalité aussi fuyante et multiple que celle des conflits d'intérêts. En effet, « [d]ans toutes les hypothèses où la question se pose, le traitement des conflits d'intérêts utilise deux méthodes, celle de prévention et celle de la révélation » car « *un traitement efficace des conflits d'intérêts suppose leur conjugaison* »². C'est pourquoi, en dépit de leur bien-fondé, les remèdes indirects évoqués précédemment, du fait de leur dimension purement préventive, ne sauraient suffire. Ils doivent ainsi être complétés par des remèdes directs susceptibles de préciser les conséquences attachées à l'existence d'une situation de conflit d'intérêts dans l'élaboration de l'opinion.

De façon essentielle, les destinataires de l'opinion doivent être à même d'apprécier dans quelle mesure les intérêts en conflit qui s'expriment en la personne des analystes ou de la personne morale dont ils relèvent ont pu porter atteinte à l'objectivité de l'opinion en cause. Élément essentiel à l'information de leurs destinataires, les notations et analyses doivent être

¹ Les pratiques internes entre les différentes agences divergent grandement à cet égard. Alors que S&P a institué un mécanisme de rotation obligatoire tous les deux ans pour l'ensemble des personnes concernées, l'agence Moody's s'est limitée à faire application des maxima énoncés dans le règlement.

² J.-J. DAIGRE, « L'analyse financière, une nouvelle activité réglementée », préc., p. 242.

soumises à un contrôle direct par les investisseurs sous l'angle de leur degré d'objectivité¹ (A). Par ailleurs, il convient également d'établir à quelles conditions une action en responsabilité peut être exercée pour obtenir réparation du préjudice que leur défaut d'objectivité aurait pu causer (B).

A. Le contrôle de l'objectivité de l'opinion par les investisseurs : la divulgation du conflit d'intérêts

1023. Lorsqu'ils ne peuvent être empêchés, les conflits d'intérêts doivent être révélés. Le droit des instruments financiers se préoccupe une nouvelle fois des rapports d'influence comme élément d'information. Toutefois, à la différence de la discipline juridique des franchissements de seuils qui érige l'influence d'un investisseur en principal élément d'information du public², la révélation du conflit d'intérêts se présente comme un élément d'information nécessaire à la juste appréciation d'une autre information, constituée par l'analyse ou la notation. Dans le premier cas, l'influence doit être révélée en elle-même alors que dans le second, elle doit être révélée à raison de ses conséquences possibles sur la qualité d'une autre qui intéresse plus essentiellement le destinataire.

1024. Cette révélation se profile ainsi comme une information qui n'a qu'une valeur de correctif et d'élément d'interprétation dans le domaine de l'analyse et de la notation financières. Au titre de leurs exigences organisationnelles, une même obligation s'applique aux agences de notation³ et à leur conseil d'administration⁴, consistant à détecter ou identifier, gérer et divulguer les situations de conflit d'intérêts. Cette obligation se double ainsi d'une dimension opérationnelle au sens du point 1, section B de l'annexe I du règlement, selon lequel : « *Toute agence de notation de crédit détecte, élimine ou gère et divulgue, clairement et de façon bien visible, les conflits d'intérêts potentiels ou réels susceptibles d'influencer l'analyse et le jugement de ses analystes de notation, de ses salariés ou de toute autre personne physique dont les services sont mis à la disposition ou placés sous le contrôle de l'agence de notation de crédit et qui interviennent directement dans l'émission de notations de crédit, ainsi que des personnes chargées d'approuver celles-ci* ». La règle est précisée au paragraphe 2, instituant

¹ Selon les mots d'un auteur, aux fins d'assurer l'indépendance externe des analystes financiers, « la principale mesure [réglementaire] porte sur l'obligation *d'afficher* les éventuels conflits d'intérêts pour ne pas tromper le lecteur de l'opinion », F. MARTIN LAPRADE, « L'indépendance de l'opinion », préc., p. 18.

² Cf. *supra*, n° 559 et s.

³ Annexe I, Section A, paragraphe 7 du règlement énonçant que « toute agence de notation de crédit met en place des procédures organisationnelles et administratives appropriées et efficaces lui permettant de prévenir tous les conflits d'intérêts visés à la section B, point 1. Elle veille à ce que tous les risques importants qui menacent l'indépendance de ses activités de notation de crédit, y compris ceux affectant les règles relatives aux analystes de notation visées à la section C, ainsi que les mesures de sauvegarde appliquées pour atténuer ces risques, soient consignés ».

⁴ Annexe I, Section A, paragraphe 1, b).

une obligation de rendre public le nom des entités notées ou tiers liés générant plus de 5% de son chiffre d'affaires annuel, ainsi qu'au paragraphe 3, qui oblige les agences de notation à annoncer de manière immédiate qu'une notation est affectée par l'existence d'un conflit d'intérêts dans l'une des quatre hypothèses qu'il énumère¹. Si les hypothèses de conflits d'intérêts survenues, donnant lieu à une annonce immédiate, souffrent de leur caractère limitatif, le champ de l'obligation générale de divulgation énoncée au paragraphe 1 apparaît bien général et indéterminé, en l'absence de définition de la notion retenue de « *conflits d'intérêts potentiels ou réels susceptibles d'influencer l'analyse et le jugement* » des personnes concernées. Simple oubli, lié au sentiment erroné de la clarté de la notion, ou, plus vraisemblablement, choix des rédacteurs du règlement fondé sur les risques qu'il y aurait à en figer le contenu, la notion de conflit d'intérêts n'est en effet pas définie par le règlement européen.

1025. Elle n'est pas non plus définie en elle-même par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers qui fait peser sur les analystes financiers une exigence semblable de divulgation² des « *relations et circonstances concernant l'analyste ou le prestataire de services d'investissement, dont on peut raisonnablement penser qu'elles sont de nature à porter atteinte à l'objectivité de l'analyse, en particulier lorsque le prestataire ou l'analyste ou toute personne qui a participé à l'élaboration de la recommandation a un intérêt financier significatif portant sur un ou plusieurs instruments financiers faisant l'objet de la recommandation ou un conflit d'intérêts significatif avec un émetteur auquel se rapporte la recommandation* »³, lorsque sont diffusées des recommandations d'investissement. Cette exigence générale, issue de l'article 6, paragraphe 5 de la directive Abus de marché, s'applique tant aux analyses émises par des prestataires de services d'investissement qu'à celles émises par des analystes financiers indépendants⁴. Elle fait l'objet d'abondantes précisions par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Les articles 315-6⁵ et

¹ Ces hypothèses sont ainsi celles dans lesquelles une agence de notation doit s'abstenir d'émettre une notation mais fondent une obligation de révélation en tant qu'elles affectent une notation déjà émise. Les hypothèses énumérées fondent donc deux obligations complémentaires destinées à opérer, l'une *a priori*, l'autre *a posteriori*.

² Principe initialement posé dans le document publié par le Forum Group du 4 septembre 2003, *Financial Analysts : best practices in an integrated European financial market - Recommendations from the Forum Group to the European Commission services*, p. 16 : « Disclosure : Conflicts of interest, whether corporate or personal, should be prominently disclosed », et , section 5-4, p. 29 et s.

³ Art.315-5 RG AMF, transposant l'article 5, paragraphe 1, alinéa premier de la directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissements et la mention des conflits d'intérêts. Sur le dispositif antérieur en droit français, résultant de l'article 3-5-12 RG CMF la décision générale du CMF 2002-01 du 27 mars 2002, J.-J. DAIGRE, « L'analyse financière, une nouvelle activité réglementée », préc., 245-246.

⁴ Par renvoi de l'article 327-2 aux articles 315-2 à 315-11 RG AMF. Elle s'applique en outre à la diffusion des recommandations d'investissement produites par un tiers, en vertu de l'article 315-13, 2°, ainsi qu'à ces mêmes recommandations lorsqu'elles sont diffusées par un analyste indépendant et qu'elles comportent un changement du sens directionnel de la recommandation, au sens de l'article 327-20, al.2.

⁵ Transposant l'article 5, paragraphe 2 de la directive 2003/125/CE précitée.

315-7¹ viennent en effet dresser une typologie des informations pertinentes destinées à révéler d'éventuels conflits d'intérêts à l'occasion de la diffusion d'une recommandation², un système analogue mais allégé étant prévu pour les recommandations d'investissement produites ou diffusées dans le cadre d'une activité journalistique³.

1026. Sur la base de la violation de l'obligation de divulgation des conflits d'intérêts, la responsabilité d'un prestataire de service d'investissement a été retenue au titre d'un manquement administratif⁴. La société *Euroland Finance* avait en effet diffusé une analyse recommandant d'acheter les titres d'une société pour laquelle elle agissait également en qualité de coordinateur en charge du placement à l'occasion d'une émission. Une notification de griefs fut alors adressée à la société *Euroland Finance*, fondée entre autres « sur la diffusion d'une analyse financière qui ne présentait pas les relations et les circonstances concernant le prestataire ou l'analyste dont on peut raisonnablement penser qu'elles sont de nature à porter atteinte à l'objectivité de l'analyse », selon les termes de l'ancien article 321-129 du règlement général⁵. La commission des sanctions a retenu que le double titre auquel agissait le prestataire de services d'investissement constituait une relation d'affaires de nature à porter atteinte à l'objectivité de l'analyse. Ainsi le manquement était constitué⁶.

¹ Transposant l'article 6, paragraphe 1 de la directive 2003/125/CE précitée. Pour une condamnation d'une société de conseil en investissement financier au titre d'un manquement à l'obligation de divulguer dans la recommandation le lien entre l'émetteur dont les titres formaient l'objet de l'analyse et la société gérante du CIF, chargée de leur reclassement, sur le fondement de l'article 315-7, 6° RG AMF – 321-131 à l'époque des faits – Décision de sanction AMF, 23 septembre 2010 : *Bull. Joly Bourse*, 2011, p. 24, note T. GRANIER (point III de la décision).

² L'article 315-11 prévoit, dans un souci de simplification, comme de pragmatisme (J.-J. DAIGRE, « L'analyse financière, une nouvelle activité réglementée », *op. cit.* p. 247), lorsque l'exigence de divulgation qui résulte des dispositions citées apparaît disproportionnée par rapport à la longueur de la recommandation diffusée, que le prestataire de services d'investissement peut se limiter à faire une référence claire et bien apparente dans la recommandation elle-même à l'endroit où les mentions requises peuvent être directement et aisément consultées par le public, par exemple par la fourniture d'un lien direct vers ces mentions sur le site du prestataire (article 5, paragraphe 3 de la directive 2003/125/CE).

³ Art.329-5 RG AMF. Le chapitre IX qui y est consacré résulte d'un arrêté du 10 mai 2006, consécutif à la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 et au décret n° 2006-256 du 2 mars 2006 ayant opéré la transposition du dispositif communautaire en matière de recommandation d'investissement. Le dispositif allégé répond au souci de concilier l'encadrement des recommandations d'investissement avec le respect des principes de liberté d'expression et de liberté de la presse, affiché par le considérant 11 de la directive 2003/125/CE. Sur ce dispositif, O. DOUVRELEUR, « La réglementation des recommandations d'investissement produites ou diffusées dans le cadre d'une activité journalistique », *RTDF* n° 2-2006, p. 116.

⁴ Décision de sanction AMF, 8 janvier 2009, *Société Euroland Finance* : *Bull. Joly Bourse*, mai 2009, p. 204, note M. KLOEPFER-PELÈSE.

⁵ Termes repris à l'article 315-5 RG AMF suite à l'arrêté du 15 mai 2007.

⁶ Pour un autre exemple de condamnation sur le fondement d'une violation de l'article 315-5 RG AMF – 321-129 à l'époque des faits, Décision de sanction AMF, 23 septembre 2010, préc. Dans cette affaire, une société enregistrée comme conseiller en investissement financier fut condamnée pour avoir diffusé des « flashes d'information » emportant un objectif de cours relatif sur les titres d'une société, alors que la gérante de l'auteur de l'analyse conseillait un fonds en vue de la cession des titres en cause. La société est condamnée à l'AMF pour n'avoir pas présenté cette situation dans son « flash d'informations » (point II.1.1). Un manquement à l'article 315-8 – à l'époque 321-132 – est en outre constaté à la charge de la société pour n'avoir pas indiqué dans son analyse les dispositions visant à prévenir les conflits d'intérêts au sein de la société (point II.1.2). Égal. Décision de sanction AMF, 24 janvier 2008, *Aff. Steria* : *Bull. Joly Bourse*, janvier 2010, p. 38, note M. KLOEPFER-PELÈSE.

1027. En somme, c'est une exigence analogue de transparence qui est imposée aux analystes financiers et agences de notation afin d'encadrer les effets qui résultent de l'existence d'un conflit d'intérêts. Les deux mécanismes reposent sur une liste d'hypothèses de nature à révéler un intérêt significatif de l'analyste lié à l'instrument ou à l'émetteur qui forme l'objet de l'opinion émise. La divulgation des conflits d'intérêts repose en effet sur une logique commune. Une fois le conflit établi, ou du moins la difficulté d'élaborer une opinion détachée de l'intérêt personnel qu'y prend son auteur, il est essentiel que le public puisse apprécier dans quelle mesure l'objectivité de l'analyste ou de l'agence de notation a pu en être affectée. La connaissance du conflit d'intérêts par le public constitue en soi un élément d'appréciation permettant un traitement correct de l'opinion émise par le public des investisseurs, car elle conduit de manière nécessaire à en relativiser la portée¹. Elle répond ainsi à la double fonction de rendre apparent le risque de perte d'objectivité lié à l'existence du conflit d'intérêts en invitant les utilisateurs à apprécier eux-mêmes la valeur à conférer à l'appréciation émise. Elle présente ainsi des vertus pédagogiques certaines.

1028. L'importance accordée à la divulgation comme élément d'information du public est révélée de façon essentielle par l'article 632-1, alinéa 2 du règlement général AMF. Ce texte dispose en effet que « *constitue en particulier la diffusion d'une fausse information le fait d'émettre, sur quelque support que ce soit, un avis sur un instrument financier ou indirectement sur l'émetteur de celui-ci, après avoir pris des positions sur cet instrument financier et de tirer profit de la situation qui en résulte, sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, le conflit d'intérêts existant* ». Cette disposition, de portée générale, assimile donc la dissimulation du défaut d'objectivité lié à l'intérêt financier du diffuseur d'un message à une inexactitude. Les virtualités d'application de ce texte aux agences de notation et analystes financiers paraissent ainsi très riches du fait que leur activité consiste précisément à diffuser des « avis » dans leur acception la plus courante. En somme, la révélation des éléments diminuant l'objectivité de l'analyse est une condition de son exactitude non pas en ce qu'elle en modifie le contenu ou la valeur mais en ce qu'elle en permet une juste appréhension par les destinataires. La qualité de l'information est définie à partir des possibilités d'analyse qu'elle offre au public.

1029. La divulgation des conflits d'intérêts souffre toutefois, à l'instar des remèdes indirects tendant à assurer l'indépendance des analystes et agences de notation, de son caractère limitatif. Se fait sentir l'absence d'une définition générale du conflit d'intérêts susceptible d'affecter l'objectivité des agences de notation et des analystes financiers. Il convient d'introduire plus

¹ Un auteur remarque ainsi que la position « d'arbitres incontestés de l'analyse des risques de défaillance » emporte en réalité « une demande accrue de transparence sur les méthodes employées par les agences de notation, afin que les tiers puissent se faire leur propre opinion indépendamment de la leur (ce qui est un comble quand on pense que l'intervention de ces professionnels venait précisément combler les supposées lacunes des investisseurs en matière d'analyse financière », F. MARTIN LAPRADE, « L'indépendance de l'opinion », préc., p. 19.

de souplesse dans le dispositif qui, en dépit de son étendue, ne peut certainement pas prétendre à l'exhaustivité. Il apparaît nécessaire de préciser par une définition plus conceptuelle et moins descriptive les situations de conflits d'intérêts, en énonçant que les hypothèses énumérées qui forment l'objet de la divulgation, ne présentent pas un caractère limitatif. Devrait ainsi être divulguée toute situation définie de la manière suivante : « *devront également être indiquées en tous les cas de façon claire et apparente dans la publication de l'analyse/ de la notation, tout intérêt, direct ou indirect, de la personne morale ou de l'un de ses analystes, susceptibles d'affecter, même de façon lointaine, le sens de l'analyse/ de la notation émise* ». C'est en somme, l'exigence générale résultant de l'article 6, paragraphe 5 de la directive Abus de marché qu'il faudrait préciser et étendre aux agences de notation, afin de mieux cerner au niveau européen ce que peut être la définition juridique du conflit d'intérêts en relation à l'intérêt du public à bénéficier d'une synthèse critique de l'information disponible sur le marché.

Ainsi, l'exigence de divulgation informe en même temps qu'elle interroge l'utilisateur sur le crédit à accorder à l'opinion délivrée, ce qui constitue un remède plus adéquat que l'éventuelle recherche d'une responsabilité des analystes financiers et agences de notation qui doit être examinée à présent.

B. La sanction du défaut d'objectivité en droit de la responsabilité civile

1030. Cette étude se limitera à la sanction civile, celle des sanctions disciplinaires et administratives ne présentant pas un particularisme de mise en œuvre à l'égard des analystes financiers et agences de notation. Ces dernières sont désormais soumises au pouvoir de sanction de l'AMF, ainsi qu'il a été évoqué¹. La responsabilité des analystes financiers au titre de manquements fondés sur la violation des dispositifs de prévention et de divulgation des conflits d'intérêts a déjà été retenue à diverses reprises². La chambre commerciale de la Cour de cassation a même admis que le manque d'objectivité de « notes d'analystes », non caractérisé dans l'espèce en cause, pouvait fonder une demande en annulation du visa octroyé par la COB à un projet de note d'information dans le cadre d'une offre de retrait³.

¹ Art.L.621-9, II, 16° COMOFI. V. I. TCHOTOURIAN, « Agences de notation : encadrement et responsabilité », *Bull. Joly Bourse*, févr.2011, p. 121, n° 9.

² Décision de sanction AMF, 8 janvier 2009, *Société Euroland Finance*, préc. ; Décision de sanction AMF, 24 janvier 2008, *Aff. Steria* : *Bull. Joly Bourse*, janvier 2010, p. 38, note M. KLOEPFER-PELÈSE. Égal., la sanction d'un analyste au titre d'un manquement d'initié alors que le comportement en cause semblait davantage constituer une faute déontologique : Décision de sanction AMF, 12 novembre 2009, *MM. A, B, C, Brice Mari et sociétés D et E* : *Banque & Droit*, n° 130, mars-avril 2010, Chron. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS, J.-P. BORNET, p. 51.

³ Com., 10 mai 2006, pourvoi n° 04-15337, inédit, *Affaire ADAM c/ France Télécom et Orange* : *Bull. Joly Bourse* 2006, p. 589, note D. SCHMIDT ; *RTDF* n° 4-2007, p. 109, obs. D. MARTIN et *alii*. Les demandeurs faisaient valoir que la note d'information litigieuse ne faisait nullement état du manque d'objectivité des

1031. En revanche, la responsabilité civile fondée sur une situation de conflits d'intérêts apparaît délicate à mettre en œuvre en raison de la prestation intellectuelle particulière que constituent analyse et notation financière. Doit-on admettre de manière générale que l'émission d'une opinion, qui n'a pas valeur de conseil personnalisé et comporte en elle-même un fort aléa lié à sa nature intrinsèquement prédictive, puisse fonder un droit à réparation du préjudice subi par les investisseurs qui se seraient fondés de manière prédominante sur elle pour prendre leur décision d'investissement ?

Présentés ainsi, les problèmes soulevés par la mise en œuvre de la responsabilité des agences de notation et des analystes financiers posent des difficultés semblables. Il convient toutefois de les distinguer en raison de leurs sources. Alors que le législateur a tout récemment consacré la responsabilité des agences de notations dans une disposition spéciale du Code monétaire et financier (2), l'admission de principe de la responsabilité des analystes financiers fondée sur le droit commun résulte de la jurisprudence (1).

1. La reconnaissance jurisprudentielle de la responsabilité des analystes financiers

1032. Jusqu'ici, l'exemple est unique dans la jurisprudence française et a déjà fait l'objet de nombreux commentaires¹. La responsabilité de la banque Morgan Stanley avait été retenue par un jugement de première instance en raison de différentes inexactitudes constatées dans les déclarations de l'un de ces analystes². Par ailleurs, il avait été retenu de façon plus générale que la responsabilité de la banque devait être engagée faute pour celle-ci d'avoir assuré une séparation suffisante de ses différentes branches d'activité. Le tribunal de commerce de Paris avait en effet retenu que l'absence de séparation stricte entre les services d'investissement et d'analyse financière avait « *manifestement créé un manque d'objectivité des analyses de la banque, nécessairement préjudiciable aux investisseurs* ». Le raisonnement reposait ainsi sur le fait que l'organisation interne de la banque ayant réalisé les analyses

analystes ayant établi les notes d'analyses, qui appartenaient tous à des banques en relation d'affaires avec France Télécom et Orange. Pour écarter le grief d'une atteinte à la bonne information du public, la chambre commerciale énonce que « l'arrêt retient que la note d'information expose de manière précise, s'agissant du critère des comparaisons boursières, que le consensus d'analystes a été élaboré « à partir d'une moyenne des agrégats prévisionnels des sociétés comparables, issus des notes d'analystes les plus récentes » et que ce consensus « s'appuie sur cinq notes d'analystes pour chaque société comparable » ; (...) qu'en l'état de ces constatations et énonciations faisant ressortir que le manque d'objectivité n'était pas établi, la cour d'appel a légalement justifié sa décision ».

¹ En première instance, Tcom. Paris, 1^{ère} ch. Suppl., 12 janv. 2004, n° 2002093985, *SA LVMH c/ Sté Morgan Stanley Co Ltd et autre*: *Rev. soc.* 2004, p. 297, F.-L. SIMON ; *RDBF*, mars-avril 2004, p. 131, note A. PIETRANCOSTA ; *JCP G* 2004, act.78, « Le sens d'une histoire », J.-J. DAIGRE ; A. COURET, « Banques d'affaires, analystes financiers et conflits d'intérêts », *D.* 2004, p. 335 ; *LPA*, 28 avril 2004, Chron. Droit financier, B. LE BARS, p. 8. En appel, CA Paris 15^e ch. sect. B, 30 juin 2006, n° 04/06308 : *Bull. Joly*, déc. 2006, p. 1453, note D. SCHMIDT ; *RTDF* n° 2, 2006, p. 6 ; *RLDA*, 2007, J.-M. DARROIS ; *ibid.* G. TERRIER.

² Voir la note de D. SCHMIDT, préc., énumérant les sept inexactitudes relevées à l'encontre de Morgan Stanley.

litigieuses ne permettait pas l'élaboration d'une appréciation suffisamment objective. Selon le tribunal, « *la structure de Morgan Stanley était source de préjudices pour ses clients et les investisseurs* », le manque d'objectivité étant caractérisé en l'espèce par l'existence de liens d'affaires entre la banque et un concurrent direct de l'entreprise faisant l'objet des analyses en cause, le groupe Gucci. Il en résultait que le caractère défavorable des analyses constituait ainsi une faute civile définie comme un acte de dénigrement, dont l'origine se situait dans l'absence de séparation opérationnelle entre l'analyse financière et les autres services d'investissement. Le lien de causalité procédait d'une analyse formelle de la situation, pour ne pas dire d'une pétition de principe, le tribunal estimant que « *l'opinion et les analyses financières d'une grande banque internationale (...) ont nécessairement un impact sur les sociétés d'importance mondiale dans ce secteur et sur les analystes spécialisés* », d'où découlait nécessairement qu'une « *atteinte à l'image de marque de LVMH [avait] des répercussions tant sur la clientèle que sur les investisseurs* ».

1033. Abondamment critiquée en doctrine pour son imprécision et son manque de rigueur, cette solution fut en partie infirmée par la Cour d'appel de Paris. Si celle-ci retint la responsabilité de la banque en raison des inexactitudes constatées dans plusieurs déclarations de ses analystes, elle écarta du litige la considération du défaut de séparation stricte entre les services d'investissement et d'analyse financière. La structure de la banque était en effet soumise à la loi anglaise du siège social de la société Morgan Stanley (UK) par la directive services d'investissement, applicable au moment des faits litigieux¹. La solution donnée par la Cour d'appel a été à juste titre approuvée en raison de la plus grande rigueur dont elle fait preuve pour caractériser les conditions de la responsabilité des analystes financiers. Elle n'en laisse pas moins ouvertes de nombreuses interrogations.

1034. On se bornera ici à deux remarques tenant d'une part à la définition du fait générateur et d'autre part à la détermination du préjudice. En premier lieu, si la Cour admet, ainsi qu'en convenaient les parties, que les analystes financiers sont soumis à des principes « *de rigueur, d'objectivité, d'impartialité et de prudence* », l'organisation interne de la banque n'a pas été retenue comme un fait générateur de préjudice relevant de la loi française. La Cour estimait en effet que s'il ne s'agissait pas « *d'examiner le service d'analyse de la banque lui-même* », « *la connaissance des règles de l'activité professionnelle considérée contribue à l'appréciation de la faute de l'article 1382 du Code civil* ». À ce titre, la Cour d'appel retenait que devait être respecté le principe « *imposant au prestataire d'analyses financières d'appliquer une procédure relative aux avertissements devant figurer avec une analyse et révélant les éléments susceptibles de limiter l'indépendance des analystes* ». On voit ici les conséquences liées à la soumission de l'organisation interne de la banque à la loi anglaise. La responsabilité de l'analyste financier peut être étudiée sous l'angle du contenu du message

¹ L'arrêt retient que « la loi française est applicable au litige relevant de la compétence française, sauf en ce qui concerne la structure ou l'organisation de la banque dont les règles sont issues du droit du siège social ».

pour n'avoir pas révélé les éléments susceptibles de limiter son indépendance. En revanche, le manque d'indépendance de structure n'est pas pris en compte aux fins de l'application des règles françaises de responsabilité car elle relève de la loi du siège social. Le fait générateur dont l'existence peut ainsi être recherchée sur le fondement de la loi française réside dans l'absence d'avertissement sur les liens d'affaires susceptibles d'affecter l'indépendance et l'impartialité de l'analyse.

1035. En second lieu, on peut questionner la valeur d'une telle solution dans son principe. Indépendamment du raisonnement relatif à la détermination de la loi applicable¹, l'arrêt de la Cour d'appel de Paris a écarté ce qui constituait le point de départ du raisonnement suivi en première instance. Est-ce à dire que la définition du fait générateur de responsabilité retenue par le tribunal de commerce a perdu toute portée ? Il ne le semble pas, bien que son principe ne paraisse toutefois avoir été rejeté en lui-même par la Cour d'appel. C'est du moins ce qu'il faut souhaiter. Un préjudice doit pouvoir être reconnu pour sanctionner les conséquences du conflit d'intérêts « structurel ». Dans le cas contraire, les nombreuses exigences d'organisation interne désormais imposées par le règlement général AMF ne seraient assorties d'aucune sanction sur le plan civil. Un argument supplémentaire en faveur de l'admission d'une sanction civile provient en outre de l'article 632-1, alinéa 2 du règlement général. Ce texte déjà cité dispose que les analyses n'ayant pas fait état des éventuels conflits d'intérêts susceptibles d'affecter le sens de la recommandation peuvent constituer une hypothèse particulière d'information fausse ou trompeuse du marché.
1036. Or, il a été vu que le manquement à la bonne information du public peut constituer un fait générateur de responsabilité et fonder une action en réparation. Cela suppose la détermination rigoureuse du préjudice qui en résulte. Sur ce point, la solution retenue par le tribunal de commerce manquait indiscutablement de rigueur. Estimant que la structure de Morgan Stanley était source de préjudices, les juges consulaires avaient usé de leur pouvoir souverain d'appréciation pour reconnaître l'existence d'un important préjudice moral et d'un préjudice matériel résultant de la décote préconisée et de son impact sur le marché comme des mesures prises par LVMH pour lutter contre le dénigrement dont elle était l'objet. Aux fins de l'évaluation du préjudice matériel, le tribunal de commerce avait désigné un expert.
1037. La Cour d'appel avait au contraire retenu que l'importante somme perçue par la société LVMH au titre de la réparation de son dommage moral devait être restituée à la banque Morgan Stanley. Les faits de dénigrement n'ayant pas été suffisamment établis, seul pouvait être réparé le préjudice résultant des erreurs commises dans certaines déclarations par les analystes de la banque. Aux fins de sa détermination, la Cour d'appel avait renvoyé à l'estimation d'un expert précédemment désigné aux fins de déterminer les préjudices

¹ Pour une présentation du raisonnement suivi au plan du droit international privé, A. PIETRANCOSTA, « Affaire *Morgan Stanley c/ LVMH* : le recadrage de la Cour d'appel de Paris », *RTDF* n° 2-2006, spéc. p. 7-8.

effectivement subis par la société demanderesse. Une question demeure. En quoi consiste ce préjudice pour l'émetteur ? La Cour retient qu'il s'agit d'un préjudice tant moral que matériel. Au-delà, on peine à le définir.

- 1038.** En effet, selon l'analyse réalisée en appel, le préjudice matériel ne recouvre ni la préconisation d'une décote de 10% ni l'entrave à l'émission d'obligations échangeables projetée par LVMH. Ce préjudice est ainsi défini de manière générique à partir des seules erreurs factuelles constatées dans les analyses, ce qui n'en facilite pas la quantification. La Cour n'admet toutefois pas que la révélation à éclipses du conflit d'intérêts résultant des relations d'affaires entre Morgan Stanley et Gucci ait pu entraîner des conséquences hors d'actes de dénigrement, dont elle n'admet pas l'existence. En somme, le conflit d'intérêts est tout bonnement écarté en l'espèce comme source de préjudice matériel même s'il est admis dans son principe en ce que son existence suppose qu'il soit révélé lorsque sont diffusées des analyses. Le préjudice moral a, quant à lui, pour objet la réparation des conséquences des différentes erreurs factuelles constatées et du faux conflit d'intérêts annoncé par Morgan Stanley. La banque d'investissement avait en effet mentionné à tort l'existence d'un salarié ou administrateur commun à LVMH, sa demande adressée à LVMH d'une rémunération au titre de services de banques d'affaires et sa présence au sein d'un syndicat de placement d'une offre publique de titre LVMH.
- 1039.** En définitive, les enseignements de la jurisprudence LVMH sont bien maigres pour déterminer les conditions de mise en œuvre de la responsabilité des analystes financiers. D'après la solution retenue par la Cour d'appel, on ne peut retenir avec certitude que l'affirmation de principes généraux d'impartialité et d'indépendance et l'obligation de révéler les conflits d'intérêts par des avertissements lors de la diffusion d'analyses. Il semble toutefois que l'entrée en vigueur des textes de transposition de la directive 2003/125/CE change quelque peu la donne. En dépit des nombreux raccourcis et imprécisions résultant de la solution adoptée en première instance, l'apport principal de cette jurisprudence résulte du jugement du tribunal de commerce. Il est capital d'admettre que l'absence de séparation entre activité d'analyse financière et autres services d'investissement puisse constituer un fait générateur de responsabilité si l'on veut assurer l'effectivité des nombreuses règles destinées à assurer l'indépendance fonctionnelle des analystes financiers. Leur fondement ne peut prêter à discussion compte tenu de leur importance en vue de prévenir les conflits d'intérêts et, à ce titre, leur application doit être appuyée par la certitude de la sanction de leur violation.
- 1040.** Au-delà de cette prise de position, il faut convenir que les maigres jalons posés par la jurisprudence LVMH laissent en suspens l'essentiel des questions à résoudre pour appréhender les conditions de mise en œuvre de la responsabilité des analystes financiers. Il n'en demeure pas moins que les conflits d'intérêts peuvent constituer de façon générale un fait générateur de responsabilité, dont l'existence doit toutefois être rigoureusement établie, au

même titre et aux mêmes conditions que dans le cadre des obligations professionnelles applicables aux prestataires de services d'investissement et de services connexes¹. Une telle affirmation repose sur la considération que, malgré son rejet par la Cour d'appel, un tel argument sous-tend implicitement la reconnaissance de la responsabilité des agences de notations, opérée par le législateur à la faveur de la loi du 22 octobre 2010.

2. La reconnaissance légale de la responsabilité des agences de notation

1041. En droit français, la question de la responsabilité des agences de notation est source d'incertitudes. Outre l'absence de jurisprudence en la matière, la question est rendue complexe en raison de l'impossibilité de dégager une volonté politique claire permettant de préciser les conditions pratiques de la responsabilité des agences de notation. Il existe en effet à l'heure actuelle une tension liée à l'affirmation simultanée de deux positions contradictoires. D'une part, la responsabilité des agences de notation est proclamée² ; d'autre part, l'objectif affiché par les instances normatives, tant en Europe qu'Outre-atlantique, consiste à éduquer les investisseurs de façon à réduire l'importance de la notation dans le processus psychologique et intellectuel de prise de décision. Il s'agit, en somme, de réduire l'impact de la notation sur le marché³, de façon à assurer qu'elle ne constitue qu'une information annexe et non exclusive dans la décision d'investissement.

1042. Cette incertitude politique est loin d'être indifférente à la mise en œuvre des règles juridiques relatives à la responsabilité des agences de notation. En effet, comment concilier la reconnaissance de la responsabilité des agences de notation avec l'importance toujours moins grande qui doit leur être accordée par les investisseurs ? Quel préjudice peut bien être causé par une information dont la portée a vocation à être toujours plus réduite ? Ici, la règle technique va voir sa mise en œuvre compliquée en raison d'une volonté politique mal définie.

Un mouvement d'ensemble est toutefois amorcé en faveur de la reconnaissance de principe d'une responsabilité des agences de notation, sans pour autant que ses conditions soient aisées à préciser. À cet égard, la difficulté peut être illustrée par comparaison avec les solutions retenues en droit fédéral américain. La jurisprudence retenait de façon constante auparavant que les agences de notation ne pouvaient voir leur responsabilité engagée à raison des

¹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 403-2, p. 552 et s.

² Et non reconnue car, ainsi que cela sera présenté dans les développements qui suivent, il n'existait pas d'obstacle insurmontable à la mise en œuvre de leur responsabilité qui n'a, jusqu'ici, simplement pas été recherchée en droit français sur le fondement du droit commun.

³ Un auteur manifestait déjà une inquiétude en ce sens il y a plusieurs années et s'interrogeait dans les termes suivants: « les agences de notation, qui sont *de facto* un duopole, n'ont-elles pas une influence trop importante sur la capacité des entreprises à se financer sur les marchés ? », B. QUENTIN, « Les agences de notation », *RDBF*, nov.-déc. 2004, p. 466.

opinions qu'elles émettaient. Les agences de notation agissaient en effet dans le cadre constitutionnel de la liberté d'expression reconnue par le premier amendement. Un tel obstacle a été surmonté par le Congrès qui exclut désormais d'autorité que les notes puissent être qualifiées d'opinions, du fait de l'acception particulière conférée à cette notion dans la jurisprudence constitutionnelle fédérale (a). A la suite du législateur fédéral américain, le législateur français a admis le principe d'une action en responsabilité à l'encontre des agences de notation, par introduction d'une règle spéciale, sans que ne s'en trouve pour autant résolues les questions relatives à la mise en œuvre du droit à réparation (b).

- a. La liberté d'expression et d'opinion, obstacle à l'admission de la responsabilité des agences de notation

1043. Aux États-Unis, le contentieux de la responsabilité des agences de notation est placé dans l'orbite des conditions d'exercice de la liberté d'expression et d'opinion qui relève du premier amendement¹. La reconnaissance d'un préjudice réparable au profit des demandeurs est analysée en fonction de ses implications sur l'exercice d'une liberté publique. L'admission d'un droit à réparation du préjudice découlant d'une notation erronée fait ainsi difficulté en raison de la limitation qu'elle apporterait à la liberté fondamentale² d'opinion dont bénéficient les agences de notation. Cette considération d'ordre constitutionnel a conduit la jurisprudence américaine à rejeter les demandes d'indemnisation adressées aux agences de notation. Les actions en indemnisation fondées sur le caractère diffamatoire d'une opinion sont en effet soumises à des conditions très strictes depuis l'arrêt de principe rendu par la Cour suprême dans l'affaire *New York Times Co. v. Sullivan*³. Cet arrêt a mis fin aux divergences qui existaient entre les droits des différents États en matière de diffamation en posant comme règle fédérale constitutionnelle que « *les garanties constitutionnelles exigent une règle fédérale qui interdise à une personne investie d'une charge officielle de recouvrer des dommages et intérêts pour un mensonge diffamatoire se rapportant à sa conduite officielle, à moins de prouver que la déclaration a été faite avec « une malice avérée » - c'est-à-dire avec la connaissance certaine qu'elle était fausse ou avec une complète indifférence pour son*

¹ « *Congress shall make no law (...) abridging the freedom of speech, or the press* ».

² Sur la portée de ce qualificatif, E. ZOLLER, *Grands arrêts de la Cour suprême des États-Unis*, Dalloz 2010, 18, n° 16, p. 280, sous *West Virginia State Board of Education v. Barnette*, 319 U.S. 624 (14 juin 1943), commentant les termes utilisés par la Cour dans l'arrêt *Schneider v. Irvington (State of New Jersey)*, 308 U.S. 147, 150-151 (1939) dans lequel la reconnaissance du caractère fondamental de la liberté d'expression tend à souligner « l'importance du devoir [des États] d'empêcher toute restriction à [l']exercice de la [liberté d'expression] » ; le professeur ZOLLER explique : « En disant qu'elle considérait désormais la liberté d'expression comme un droit fondamental, la Cour signifiait à la communauté juridique que, désormais, elle protégerait ce droit avec le même soin qu'elle protégeait les autres droits de la *common law*, ces droits mentionnés dans le Quatorzième amendement que sont le droit à la vie, à la liberté et, surtout, le droit de propriété ».

³ 376 U.S. 254 (9 mars 1964)

caractère vrai ou faux »¹. Cette jurisprudence fut ultérieurement précisée et étendue par la Cour suprême qui en élargit l'application aux « *figures publiques* », entendues comme les personnes qui se trouvent impliquées « *dans des affaires vis-à-vis desquelles le public a un intérêt légitime et important* »².

1044. Le fondement constitutionnel du droit de la diffamation a conduit la jurisprudence à préciser les propos relevant de la liberté d'expression. Des propos ne peuvent être considérés comme diffamatoires s'ils constituent la publication d'une « *opinion* » et non d'un fait³, la Cour d'appel du district de Columbia ayant par la suite énoncé le test reposant sur trois critères permettant de distinguer l'opinion du fait. Selon l'arrêt *Ollman v. Evans*⁴, pour déterminer ce qui constitue ou non une opinion, les tribunaux doivent considérer l'usage ou la signification courante de la déclaration, le degré auquel son contenu peut être vérifié, et examiner conjointement le contexte de la déclaration et le contexte social d'ensemble dans lequel elle s'inscrit⁵. Il résulte de cette jurisprudence que, en tant qu'elles constituent des opinions relatives à une figure publique et qu'elles constituent une question d'intérêt publique, les notes émises par les agences de notation ne peuvent pas donner lieu à réparation sur le fondement de la diffamation telle qu'elle est désormais étroitement enserrée par la jurisprudence fédérale.
1045. La doctrine américaine a cependant entrepris de contester que les notes émises relèvent de la protection constitutionnelle de la liberté d'expression, en cherchant à établir que les critères énoncés plus hauts n'étaient pas applicables à l'activité des agences de notation⁶. Sans discuter les éléments permettant de corroborer une telle assertion, force est de constater que ces démonstrations n'ont eu aucun écho dans la jurisprudence américaine. En effet, tant les actions des émetteurs, sous ou sur notés, que celle des investisseurs⁷ se sont heurtées à la protection constitutionnelle dont bénéficient les opinions émises par les agences de notation¹.

¹ Traduction reprise de E. ZOLLER, *op. cit.*, 18, n° 23, p. 346. Pour une application de ces critères permettant d'écarter la responsabilité d'une agence de notation, *County of Orange v. McGraw Hill Companies Inc.*, 245 B.R. 151, 154 (C.D. Cal. 1999), sur lequel, P.-H. CONAC, « La responsabilité civile des agences de notation en droit américain et en droit français », Annexe 3, in *Agences de notation, immobilier et contrats publics – Contribution sur l'attractivité économique du droit*, dir. B. DU MARAIS, *La documentation française*, 2007, p. 84.

² Arrêt *Curtis Publishing Co. v. Butts et Associated Press*, 388 U.S. 130 (1967), cité par E. ZOLLER, *op. cit.*, n° 23, n° 18, p. 352-353.

³ *Gertz v. Robert Welch inc.* 418 US 323 (1974). Sur cette distinction, le dictum de la Cour suprême mérite d'être reproduit : « *Under the First Amendment there is no such thing as a false idea. However pernicious an opinion may seem, we depend for its correction not on the conscience of judges or juries but on the competition of other ideas. But there is no constitutional value in false statements or fact* ».

⁴ 750 F. 2d 970 (DC Cir. 1984)

⁵ V. pour l'analyse de l'application de ce test aux agences de notations T.-J. DILLON et C.-T. EBENROTH, « The rating game : an analysis of the liability of rating agencies in the United States », *Journal of International Banking Law (JIBL)*, 1993, p. 180 et s.

⁶ T.-J. DILLON et C.-T. EBENROTH, « The rating game : an analysis of the liability of rating agencies in the United States », *Journal of International Banking Law (JIBL)*, 1993, p. 178 et s.

⁷ La définition de la notation comme opinion, accompagnée de la protection constitutionnelle qui en découle, a en effet conduit à rejeter les demandes formées par les investisseurs, la notion d'opinion étant exclusive de celle

1046. Cette protection constitutionnelle a toutefois été réduite par la jurisprudence dans l'hypothèse où les agences de notation avaient participé à l'élaboration d'instruments dans le cadre d'une opération de financement structuré² mais cette timide évolution a semblé insuffisante au Congrès qui, pour faire sortir les notes émises du giron du premier amendement, n'a eu d'autre choix que de leur refuser la qualification d'opinion. La section 933 (a), (1) du *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*³ modifie la section 15E(m) du Securities Exchange Act de 1934 en substituant à la notion d' « opinion », celle de « *statement* » ou déclaration⁴. Pour contourner l'obstacle lié l'acceptation constitutionnelle que reçoivent les opinions, le législateur a donc attribué aux notes une qualification juridique différente de manière à les soumettre à un régime moins protecteur.

Au résultat, la notation émise ne devrait plus être considérée comme une opinion, afin de supprimer la portée constitutionnelle de la référence à une telle notion. Ce changement essentiel doit toutefois encore être conforté sous l'angle de sa légitimité constitutionnelle car il n'est pas sûr que les conventions terminologiques adoptées par le Congrès suffisent à restreindre, même dans un but légitime, l'étendue de la protection conférée par une disposition aussi essentielle que l'est le premier amendement⁵.

b. La reconnaissance d'une responsabilité spéciale des agences de notation

1047. La difficulté en la matière réside dans le fait que le processus de notation aboutit au choix d'une note, choix qui repose sur des méthodes tendanciellement rigoureuses et neutres qui portent sur la situation d'un émetteur ou d'un instrument financier. Elles ressortissent ainsi davantage de la détermination d'une méthode que de l'expression d'une conviction. Si la note elle-même ne peut être contestée à raison de son caractère favorable ou défavorable, elle doit

de conseil financier (*financial advice*) sur lequel les investisseurs auraient prétendument fondé leur décision : *County of Orange v. The McGraw Hill Companies, d/ b/ a Standard a Poor's Rating Services*, 245 B. R. 151 (C. D. Cal. 1999), Case No. SACV 96-0765.

¹ Voir les références citées à ce propos par H. de VAUPLANE, « Pour une responsabilité civile entière des agences de notation », in *Mélanges AEDBF France, V*, Revue Banque édition., 2008, p. 451-452.

² 330 F3d 104 (2d Circuit 2003), cité par H. de VAUPLANE, « Pour une responsabilité civile entière des agences de notation », préc., p.453 : « l'existence de conflits d'intérêts nés de l'indépendance nécessaire dans la notation attribuée par l'agence et la participation, souvent active, de cette même agence dans la structuration de montages complexes, en particulier dans les opérations de titrisation et de transfert de risque de crédit, ouvre des perspectives nouvelles en matière de responsabilité civile des agences de notation ».

³ Public Law 111-203- July 21, 2010.

⁴ Selon la nouvelle rédaction, la section 15^E(m) dispose désormais : « *The enforcement and penalty provisions of this title shall apply to statements made by a credit rating agency in the same manner and to the same extent as such provisions apply to statements made by a registered public accounting firm or a securities analyst under the securities laws, and such statements shall not be deemed forward looking statements for the purposes of section 21^E* ».

⁵ Pour une analyse du problème, renouvelée à la lueur de *Dodd-Frank*, Caleb DEATS, "Talk that isn't cheap : Does the First Amendment protect Credit Rating Agencies' Faulty Methodologies from Regulation ?", *Col. Law Rev.* Vol. 110, nov. 2010, p. 1818.

être soumise à un contrôle quant à son mode d'élaboration qui en constitue la justification nécessaire en lui conférant sa valeur prédictive.

1048. Initialement, le Parlement européen avait exclu toute tentative d'intervention de l'autorité réglementaire quant au fond des avis exprimés par les agences, soulignant que les agences devaient disposer « *d'une totale liberté d'expression* »¹. La situation a évolué avec l'adoption du règlement (CE) n° 1060/2009. Dans sa version d'origine, celui-ci n'énonçait ni n'imposait directement aucune sanction définie à la violation de ses dispositions, invitant les Etats membres à déterminer le régime des sanctions applicables et à prendre toute mesure nécessaire pour en assurer la mise en œuvre, en vertu de son article 36, paragraphe 1. Le considérant 69 du règlement précise par ailleurs que « *tout recours visant des agences de notation de crédit en relation avec une violation des dispositions du présent règlement devrait être effectué conformément au droit national applicable en matière de responsabilité civile* ». Cette adoption d'un cadre contraignant dans le droit de l'Union a fourni au législateur national l'impulsion nécessaire à une consécration législative de la responsabilité des agences de notation dont il convient à présent d'étudier la signification et la portée.

1049. On indiquera toutefois que la modification du règlement opérée par celui du 11 mai 2011 a modifié l'article 36, qui ne remet plus aux Etats membres que le soin de déterminer les sanctions applicables aux entreprises, OPCVM, institutions et fonds d'investissements ayant utilisé à des fins réglementaires des notations émises par des agences de notations de crédit établies hors de l'Union européenne, en méconnaissance de l'article 4, paragraphe 1. En revanche, la réforme du 11 mai 2011 introduit dans le règlement un article 36bis qui confère au conseil des autorités de surveillance de l'AEMF le pouvoir d'infliger des amendes de montants variables² à titre de sanctions³ des nombreuses infractions désormais énumérées dans une nouvelle annexe III⁴. Les infractions édictées sont réparties en trois catégories, dont la plus importante comprend pas moins de 54 infractions liées à des conflits d'intérêts, à des

¹ Résolution de Parlement européen sur le rôle et les méthodes des agences de notation de crédit (2003/2081 (INI)), point 12 ; Y. CHAPUT, « Contrôle et responsabilité de la notation financière : les agences de *Rating* en droit français », *RIDC* 2-2006, p. 497 : « La liberté de notation, corollaire de la liberté d'expression, doit rester le principe ».

² L'échelle des amendes selon les infractions concernées figure à l'article 36 bis, paragraphe 2.

³ Comme l'observe le professeur T. BONNEAU, « On pourrait, il est vrai, être tenté de contester la reconnaissance d'un tel pouvoir de sanction car le règlement n'utilise pas le terme « sanction » ; il parle de mesures de surveillance, d'amende, et d'astreintes. Il n'en demeure pas moins que nombre de ces mesures (...) s'analysent incontestablement en des sanctions. (...) Ce qui n'est pas sans conséquence puisque la procédure de sanction disciplinaire [art.23 sexies] a dû être conçue d'une façon telle qu'elle soit conforme aux prescriptions de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme », « Coup de projecteur sur les agences de notation », *JCP E* 2011, act. 601.

⁴ Cette annexe est également complétée par une annexe IV dans laquelle figurent des coefficients liés aux circonstances aggravantes et atténuantes permettant la détermination du montant des sanctions, conformément à l'article 36 bis, paragraphe 3.

exigences organisationnelles ou opérationnelles, énumérées au I de la nouvelle annexe¹. Ce sont également ces infractions qui déterminent le champ d'application des autres pouvoirs de sanction reconnus au conseil des autorités de surveillance de l'AEMF par le nouvel article 24 paragraphe 1 du règlement².

1050. Le nouveau dispositif traduit un mouvement de renforcement du caractère contraignant des règles européennes dont les nouvelles autorités de supervision doivent de nouveau assurer le respect. Si, contrairement à ce qu'il en est dans la proposition de directive en matière d'abus de marché, les institutions européennes n'imposent pas le recours à la répression pénale, elles imposent par voie du règlement des sanctions de nature administrative³ dont elles assurent l'effectivité par l'entremise des Etats⁴.

Ce nouveau volet répressif de l'encadrement des agences de notation ne paraît toutefois pas contredire ou remettre en cause le bien-fondé du recours au droit de la responsabilité civile. La responsabilité des agences de notation, désormais consacrée par la loi en droit interne, suscite des interrogations nombreuses⁵, tant dans son principe (i), que dans ses conditions de mise en œuvre (ii).

i. Le principe de la responsabilité

1051. Contrairement au droit américain, la possibilité d'agir en responsabilité des agences de notation consacrée en droit français par l'adoption de la loi n° 1249 le 22 octobre 2010 ne procède pas d'une réflexion fondée sur la qualification à donner des activités de notation. En effet, au sein des Etats membres de l'Union européenne, la définition générique de la notation comme « avis », retenue par le règlement (CE) n° 1060/2009, s'impose. Selon le nouvel article L.544-5 du Code monétaire et financier⁶, le législateur national admet aujourd'hui que

¹ Les deux autres catégories d'infractions respectivement inscrites aux II et III de l'annexe III sont relatives aux obstacles entravant les activités de surveillance et aux dispositions en matière de communications d'informations.

² Selon cette disposition, le conseil peut : a) retirer l'enregistrement de l'agence de notation de crédit ; b) interdire temporairement à l'agence de notation de crédit d'émettre des notations de crédit avec effet dans l'ensemble de l'Union, jusqu'à ce qu'il ait été mis fin à l'infraction ; c) suspendre l'utilisation à des fins réglementaires des notations de crédit émises par l'agence de notation de crédit, avec effet dans l'ensemble de l'Union, jusqu'à ce qu'il ait été mis fin à l'infraction ; d) exiger de l'agence de notation qu'elle mette fin à l'infraction ; e) émettre une communication au public.

³ Article 36 *quinquies*, paragraphe 2.

⁴ Selon l'article 36 *quinquies*, paragraphe 3, alinéa 2, l'exécution forcée des amendes ou astreintes « est régie par les règles de la procédure civile en vigueur dans l'Etat sur le territoire duquel elle a lieu », l'éventuel intéressé pouvant « poursuivre l'exécution forcée en saisissant directement l'organe compétent, conformément au droit national » (al.3).

⁵ V. sous l'angle du droit international privé, M. AUDIT, « Aspects internationaux de la responsabilité des agences de notation », *Rev. crit. DIP* 2011, p. 581.

⁶ Cette disposition a été introduite dans le projet à l'initiative du Rapporteur, le député Jérôme CHARTIER, lors de sa lecture par l'Assemblée nationale : *Rapport n°2848 fait au nom de la Commission des finances, de l'économie*

les agences de notation puissent voir leur responsabilité délictuelle et quasi délictuelle engagée à raison des conséquences dommageables causées à leurs clients comme aux tiers par les « *fautes et manquements commis par elles dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement* ».

1052. De façon implicite, une directive d'interprétation est donnée dans la mise en œuvre de la responsabilité des agences de notation. Les demandeurs à une action en responsabilité ne pourront se borner à établir un préjudice découlant de la note elle-même mais seront conduits à démontrer que le manquement à une obligation énoncée par le règlement est à l'origine d'une note qui n'aurait pas été élaborée dans des conditions normales. En cela se situe à notre sens l'apport essentiel de cette disposition. En faisant référence aux obligations du règlement, elle indique qu'un préjudice ne peut résulter de la note elle-même, dont le caractère défavorable ou favorable ne saurait fonder une action en responsabilité, hors erreur manifeste, dont il est toutefois difficilement envisageable qu'elle ne résulte pas en pratique de la violation d'une ou plusieurs des obligations du règlement destinée à assurer l'objectivité de la notation compte tenu des méthodes employées. Cette définition procède du postulat selon lequel un lien de causalité nécessaire existe entre le manquement à une obligation dans le processus d'élaboration et le préjudice découlant de la note émise, pour peu que celui-ci soit établi. Ce n'est pas la note elle-même qui fonde la responsabilité mais le manque d'indépendance ou d'objectivité dont elle procède. C'est donc moins l'opinion que le manquement de son auteur qui fonde la responsabilité, en tant que celui-ci a des répercussions sur ladite opinion.

1053. Au-delà de ce premier enseignement essentiel, auquel il convient de souscrire, une telle prévision expresse de responsabilité suscite des interrogations relatives à son principe même. Dans son principe, la doctrine française semblait favorable à l'admission de la responsabilité tant contractuelle que délictuelle fondée sur le droit commun des agences de notation¹, dont elle avait déjà entrepris de préciser les contours², avant même sa prévision expresse par le législateur. Il était affirmé que « *[l]’absence de jurisprudence ne doit pas être considérée comme synonyme de l’impossibilité pour une action en responsabilité civile de prospérer en droit français* »³. C'est qu'en effet, le propre du droit de la responsabilité tel qu'il résulte des

générale et du contrôle budgétaire sur le projet de loi, modifié par le Sénat, de régulation bancaire et financière (n° 2833), du 7 octobre 2010.

¹ Y. CHAPUT, « Contrôle et responsabilité de la notation financière : Les agences de *Rating* en droit français », *RIDC* 2-2006, spéc. p. 498 ; F. LACROIX, « L'échec des dispensateurs de confiance », *RDBF*, janv.-Févr. 2009, étude 5, p. 30 ; B. DONDERO, M. HASCHKE-DOURNAUX, S. SYLVESTRE, « Les agences de notation », préc., spéc., p. 17 et suivantes ; A. COURET, « Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation », *Rev. soc.* 2003, p. 765 et s., spéc. n° 12-16 ; J.-P. MATTOUT et S. MOUY, « La notation », préc., p.456-457.

² B. QUENTIN, « Les agences de notation », préc., p. 465 et s.

³ P.-H. CONAC, « La responsabilité civile des agences de notation en droit américain et en droit français », Annexe 3, in *Agences de notation, immobilier et contrats publics – Contribution sur l'attractivité économique du droit*, dir. B. DU MARAIS, *La documentation française*, 2007, p. 89.

articles 1382 et 1383 du Code civil est d'être atypique. La généralité des dispositions de ces deux textes fait qu'ils « *suffisent à fonder la responsabilité des auteurs des faits qu'ils visent, sans qu'il soit nécessaire que le fait reproché ait été commis en violation d'une disposition suffisamment précise d'un texte législatif, voire réglementaire* »¹. En particulier, il apparaissait concevable d'agir en responsabilité contre une agence de notation sur le fondement de la violation d'une obligation déontologique, avant même l'adoption d'une réglementation contraignante. La présence de codes de bonne conduite, élaborés par des institutions internationales et recomposés sous forme de codes internes à chaque agence, aurait certainement pu fonder une action en responsabilité, en dépit de son issue aléatoire².

1054. Par ailleurs, l'utilité même de définir le fait générateur de la responsabilité des agences de notation prête à discussion, dès lors que ce fait générateur réside dans la violation de dispositions impératives. Le fait générateur de responsabilité des agences de notation est désormais expressément défini par le législateur. La responsabilité consacrée par le Code monétaire et financier fait ainsi référence aux obligations qui résultent du règlement européen. La rédaction est malheureuse car elle paraît, à sa seule lecture, réduire la responsabilité des agences de notation au seul domaine couvert par le règlement, interprétation qui pourrait être confortée par application du principe selon lequel le spécial déroge au général. Dans l'esprit du législateur, la responsabilité des agences de notation peut toutefois s'étendre au-delà et doit alors suivre les règles du droit commun telles qu'elles figurent dans le Code civil aux articles 1382 et suivants, ainsi que cela résulte des travaux parlementaires³. Il est alors permis de se demander quelle pourrait être l'hypothèse d'une action en responsabilité de droit commun

¹ TÈRRE, SIMLER, LEQUETTE, *op. cit.*, n° 718, p. 730.

² J. MORET-BAILLY, « Règles déontologiques et fautes civiles », *D.* 2002, p. 2824, n° 16, l'auteur concluant dans les termes suivant : « on doit ainsi admettre que l'ensemble des déontologies extra-étatiques, c'est-à-dire les déontologies sans contrôle *a priori* de l'État, peuvent être prises en compte par le juge civil dans la qualification des fautes civiles, sans que cette prise en compte présente le moindre caractère obligatoire. De la même manière, s'il doit évaluer un comportement à l'aune d'une règle déontologique étatique, mais non impérative, il conserve une liberté d'appréciation dans sa qualification. En revanche, si le juge civil est amené à évaluer un comportement à l'aune d'une règle déontologique impérative, ou, *a fortiori*, d'ordre public, il doit automatiquement qualifier le manquement à la règle déontologique de faute civile, ou écarter la faute civile si le comportement examiné est conforme aux prescriptions déontologiques ». Les distinctions évoquées mériteraient une discussion plus ample mais l'on peut se limiter à affirmer que l'issue d'une action en responsabilité était rien moins que certaine sur la base des seuls codes de bonne conduite, s'agissant effectivement de règles de source extra-étatique.

³ « Il est rappelé que la base juridique du régime de responsabilité sera fondée premièrement sur les articles du Code civil, 1382 pour la responsabilité délictuelle, 1383 (dommages commis par imprudence ou par négligence) et accessoirement 1386-1 pour la responsabilité sans faute. Elle sera aussi fondée, en deuxième lieu, sur le règlement européen du 16 septembre 2009 qui entrera en vigueur le 7 décembre 2010 », *Rapport CHARTIER* préc. On notera toutefois le caractère tout à fait hors de propos de la référence au régime de responsabilité des produits défectueux, la notation ne pouvant certainement pas être qualifiée de produit, au sens de l'article 1386-3 du Code civil : « Est un produit tout bien meuble, même s'il est incorporé dans un immeuble, y compris les produits du sol, de l'élevage, de la chasse et de la pêche (al.1^{er}). L'électricité est considérée comme un produit (al.2) ». Il est bien évident que la notion de produit, sans coïncider exactement avec la notion de biens corporels, l'électricité étant également visée, se réfère aux biens dotés de consistance physique dont l'utilisation est susceptible de causer un préjudice patrimonial ou une atteinte à la personne (art.1386-3), ce que n'est absolument pas la notation. Ainsi aurait-il suffi aux parlementaires d'ouvrir le Code civil auquel il se réfère pour s'en convaincre.

fondée sur une faute totalement étrangère aux obligations découlant du règlement. On pourrait admettre en effet que la note elle-même ait pu être de nature à causer un préjudice du fait de son caractère manifestement erroné. Il semble cependant qu'il s'agit d'une hypothèse d'école car, en pratique, on peine à concevoir qu'une note repose sur une erreur manifeste d'appréciation sans aucun lien avec la méconnaissance des obligations relatives au processus d'élaboration de la note.

1055. Plus fondamentalement, c'est son utilité même qui peut être questionnée¹. Il n'est en effet pas débattu que le manquement à des règles impératives puisse constituer une faute civile. La portée d'une telle précision législative consiste à affirmer que les agences de notation peuvent voir sans doute possible leur responsabilité engagée au titre des fautes qu'elles commettent. L'article L.544-5 n'a ainsi pas vocation à instituer un régime spécial de responsabilité pour les agences de notation mais tend surtout à mettre fin aux incertitudes quant à leur soumission au droit commun de la responsabilité, conformément à l'invitation faite aux législateurs nationaux en ce sens par le considérant 69 du règlement déjà évoqué².

1056. Il faut alors conclure que les conditions de la responsabilité ne s'en trouveront pas modifiées lorsque le fait générateur est constitué par le manquement à l'une des obligations du règlement³. Les exigences d'un préjudice et d'un lien de causalité résultent clairement des termes de l'article L.544-5, qui évoque les « *conséquences dommageables* » subies par leurs clients ou les tiers. Bien que la rédaction soit ambiguë, il faut admettre que cette précision, dénuée de toute portée technique en ce qu'elle n'institue aucun régime spécial de responsabilité, était néanmoins politiquement nécessaire du fait du parallèle trop souvent opéré avec l'irresponsabilité de fait dont bénéficiaient les agences de notation aux États-Unis. Ce régime spécial, justifié par le régime constitutionnel de la diffamation propre au droit américain, pouvait constituer un obstacle psychologique pour les plaideurs, ce que confirme l'absence totale de contentieux relatif aux notes émises jusqu'ici.

C'est ainsi la mise en œuvre des conditions de la responsabilité selon le droit commun qu'il convient d'examiner à présent.

¹ Comme le synthétise le professeur J.-J. DAIGRE, « l'affirmation d'une potentielle responsabilité civile des agences de notation est en soi curieuse car elle pourrait donner le sentiment d'une immunité antérieure », « Avant propos » au dossier *La loi de régulation bancaire et financière, une réponse à la crise*, Bull. Joly Bourse, févr. 2011, p. 115.

² Considérant 69 qui énonce que « sans préjudice de l'application du droit communautaire, tout recours visant des agences de notation de crédit en relation avec une violation des dispositions du présent règlement devrait être effectué conformément au droit national applicable en matière de responsabilité civile ». Une distinction semble ainsi être faite entre les violations constatées de manière objective, relevant de la compétence des institutions de l'Union, et celles donnant lieu à un recours, soumises au droit commun de la responsabilité, comme le confirme de manière peut-être superflue l'article L.544-5 COMOFI.

³ Pour le rapprochement de la faute des agences de notation avec celle des analystes financiers résultant de la jurisprudence *LVMH c/ Morgan Stanley*, P.-H. CONAC, « La responsabilité civile des agences de notation en droit américain et en droit français », Annexe 3, in *Agences de notation, immobilier et contrats publics – Contribution sur l'attractivité économique du droit*, dir. B. DU MARAIS, La documentation française, 2007, p. 87-88.

ii. Les conditions de la responsabilité

1057. Si la disposition introduite par le législateur a le mérite de révéler que la responsabilité des agences de notation peut être établie, soumettant ainsi leur activité à un contrôle judiciaire à la demande des émetteurs et investisseurs, elle entraîne deux interrogations essentielles. D'une part, elle implique un choix de la part du législateur en faveur d'une responsabilité de nature délictuelle qui semble en contradiction avec une solution traditionnelle de notre droit des obligations. D'autre part, elle n'apporte aucune précision juridique relative à la définition et à la quantification du préjudice en fonction du lien de causalité¹.
1058. Sur le premier point tout d'abord, l'article L.544-5 du Code monétaire et financier peut être appréhendé comme un changement profond de notre droit. Bien qu'elle ne s'applique qu'aux agences de notation, cette disposition remet en cause un principe fondamental de notre droit de la responsabilité civile dans un domaine spécifique². En admettant que les violations du règlement engagent la responsabilité délictuelle ou quasi délictuelle des agences de notation aussi bien à l'égard de leurs clients que des tiers, l'article L.544-5 semble remettre en cause le principe dit de « non cumul » des responsabilités contractuelle et délictuelle³. Selon la formule célèbre de l'arrêt l'ayant énoncé, « *les articles 1382 et suivants sont sans application lorsqu'il s'agit d'une faute commise dans l'exécution d'une obligation résultant d'un contrat* »⁴. Comme cela a été souligné, il serait plus exact de parler d'« option » que de cumul⁵. Liée par un contrat, la victime d'un dommage causé par l'autre partie au contrat se doit d'agir sur le fondement de la responsabilité contractuelle. Elle ne dispose pas d'une option en faveur d'une action en responsabilité civile délictuelle à l'issue éventuellement plus favorable. La solution retenue par le législateur au sujet des agences de notation remet en cause ce principe en ce que tant les clients qui sont liés avec elles par contrat que les tiers peuvent invoquer les règles de la responsabilité délictuelle et quasi délictuelle pour obtenir réparation du dommage résultant de la violation du règlement.

¹ On le voit, les problématiques sont récurrentes. Ce dispositif vient ainsi « alimenter la très classique question de l'indemnisation des investisseurs dans un contentieux de droit financier », M. THOUCH, « Les agences de notation de crédit », *RDBF*, mars-avril 2011, dossier 9, n° 6.

² J.-J. DAIGRE, *Bull. Joly Bourse*, févr. 2011, p. 115, qui observe que « sa qualification expresse de responsabilité « délictuelle » ou « quasi-délictuelle » même lorsqu'elle concerne un client est pour le moins maladroite car on ne peut croire qu'elle serait la prémisse d'une réforme profonde de la responsabilité civile par unification au profit du modèle de la responsabilité délictuelle et suppression de la responsabilité contractuelle ».

³ G. VINEY, *Introduction à la responsabilité*, 3^e éd., L.G.D.J. 2008, n° 216 et s., p. 611 ; P. MALAURIE, L. AYNÈS, P. STOFFEL-MUNCK, *op. cit.*, n° 1007, p. 553 ; F. TERRÉ, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 875, p. 883 et s.

⁴ Civ. 11 janvier 1922, *aff. Pelletier c/ Doderet*, DP 1922.1.16, S. 1924.1.105, note R. DEMOGUE, *Gaz. Pal.* 1922.1.344, *GAJ civ.*, t. 2, 12^e éd., 2008, n° 181, p. 279 et s.

⁵ *GAJ civ.*, t. 2, 12^e éd., 2008, n° 181, p. 280, n° 2.

- 1059.* Deux interprétations sont alors envisageables. Ou bien une option est ouverte aux clients des agences de notation, qui disposeront de la possibilité d'agir en réparation tant sur le fondement du contrat conclu avec les agences de notation que de l'article L.544-5. Ou bien, il n'est point d'option et, en toute hypothèse, la violation des obligations issues du règlement constitue une faute délictuelle ou quasi délictuelle, alors même que la victime du dommage est cliente de l'agence de notation, et donc liée à elle par contrat. Alors que la première interprétation est contraire au principe même d'absence d'option, la seconde le préserve tout en le renversant car elle confère une primauté au délictuel sur le contractuel.
- 1060.* La seconde hypothèse doit être préférée pour deux raisons. D'une part, elle évite tout questionnement sur la distinction entre les tiers et les parties au contrat, qui peut s'avérer délicate dans le domaine de la notation, en particulier pour les investisseurs qui ne bénéficient que de certaines notations sur abonnement. D'autre part, elle permet d'éviter d'examiner dans quelle mesure les obligations qui découlent du règlement ont vocation ou non à intégrer le contrat conclu avec un émetteur. Ces éléments permettent ainsi d'éclaircir la solution pour le moins peu orthodoxe introduite par le législateur. S'il peut être délicat de déterminer dans quel cas des obligations légales déterminent le contenu d'un contrat, il est pour le moins radical et excessif de retenir que toutes les obligations résultant du règlement doivent être considérées comme étrangères au dit contrat.
- 1061.* Il n'en reste pas moins que ce choix du législateur révèle la conception qu'il se fait de la notation. Peu importe les éventuels rapports d'obligations qui peuvent exister entre les agences de notation et certains intervenants. Celles-ci ont un rôle systémique et les obligations qui s'imposent à elles de nature à assurer la qualité de leur prestation doivent profiter à tous. En étant redevables à l'ensemble du marché d'un devoir d'objectivité, elles ne sont débitrices de personne en particulier que des dommages que leur manque de rigueur a pu causer. Le choix législatif permet ainsi de faire l'économie d'une distinction entre les victimes d'un dommage résultant de la violation d'une obligation qui est due à tous, indépendamment de son origine dans un contrat ou comme démarche spontanée de l'agence de notation.
- 1062.* Sur le second point, pour ce qui a trait aux autres conditions de la responsabilité, la reconnaissance qu'un manquement à certaines obligations réglementaires puisse constituer un fait générateur de responsabilité n'apporte rien en elle-même. Elle n'a qu'une valeur indicative de ce que peuvent être des fautes commises par les agences de notations, d'autres faits générateurs étant concevables. La seule portée de la référence légale aux obligations découlant du règlement consiste à conférer un fondement commun à l'action en responsabilité exercée par les clients ou par les tiers, la violation du règlement donnant lieu à réparation dans les mêmes conditions, entendues comme la démonstration d'un préjudice et du lien de causalité l'unissant à la violation alléguée. À cet égard, pour s'en tenir à un manquement à l'une des obligations prévues par le règlement relative à la prévention ou à la divulgation des

conflits d'intérêts, les problèmes déjà soulevés en doctrine relatifs à la détermination du préjudice et à l'établissement du lien de causalité restent entiers¹. On se limitera ici à deux remarques portant respectivement sur chacune de ces exigences, afin d'établir les précisions susceptibles d'être apportées à cet égard par voie législative. Il a été généralement observé en doctrine que l'exigence la plus difficile à satisfaire pour mettre en œuvre la responsabilité d'une agence de notation tient à la preuve du lien de causalité entre le fait générateur et le dommage². La difficulté tient à cette donnée essentielle, consubstantielle à la nature même de la notation, qu'elle n'est qu'une « opinion » qui, en tant que telle, ne saurait suffire à fonder une décision d'investissement. Ainsi, le lien de causalité avec le préjudice subi « *sera trop souvent lointain et nécessairement très partiel, une notation n'étant que l'un des éléments pouvant justifier ou expliquer un investissement* »³. Dès lors, il ne semble pas possible de distinguer entre les actions exercées par les tiers ou par les clients eux-mêmes, que ceux-ci soient des émetteurs ou des investisseurs. Que la notation élaborée en violation des règles de conflits d'intérêts fonde une action en responsabilité d'un client ou d'un tiers, il apparaît nécessaire de surmonter cette même contradiction : une information indicative n'ayant pas valeur de conseil doit avoir été à l'origine d'une décision d'investissement ou de désinvestissement. Pour l'émetteur, le préjudice consistera par exemple en une hausse des taux d'intérêts à verser aux obligataires alors que pour les investisseurs, il correspondra à l'acquisition ou à la cession de titres d'emprunt sur la base d'une appréciation inexacte de la solvabilité de l'émetteur-emprunteur. Mais, dans un cas comme dans l'autre, la preuve devra être rapportée que ces effets, constitutifs d'un préjudice ont pour origine la violation des obligations qui auraient normalement conduit à une notation différente⁴. Ainsi, la preuve du lien de causalité se dédouble. Elle implique d'une part la démonstration que la note ne reflète pas le degré de solvabilité de l'émetteur du fait de la violation d'exigences opérationnelles ou organisationnelles résultant du règlement et, d'autre part, que cette note est à l'origine des conséquences dommageables subies par le demandeur.

¹ Pour une étude substantielle, voir l'article précité de B. DONDERO, M. HASCHKE-DOURNAUX, S. SYLVESTRE, « Les agences de notation », préc., spéc., p. 17 et suivantes.

² A. COURET, « Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation », préc., spéc. n° 15 ; J.-P. MATTOU et S. MOUY, « La notation », p. 456.

³ J.-P. MATTOU et S. MOUY, « La notation », préc., p. 457. Pour l'approche restrictive du lien de causalité par la jurisprudence américaine, voir le développement de P.-H. CONAC, « La responsabilité civile des agences de notation en droit américain et en droit français », préc., p. 88, sur l'arrêt *Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo* 339 F.3d933 (2005). Dans le même sens, un auteur énonce que « [s]i une notation favorable joue indiscutablement un rôle dans la décision prise par un investisseur, affirmer que la notation a incité à elle seule l'investisseur à agir est discutable », I. TCHOTOURIAN, « Agences de notation : encadrement et responsabilité », préc., p. 123, n° 12.

⁴ J.-F. BIARD, « Les agences de notation de crédit », *JCP E* 2011, 1524, n° 24 : « Pour que la responsabilité de l'agent joue, il faudrait que soit démontré qu'il y a eu une erreur manifeste d'appréciation de l'agence ou que soit révélé un conflit d'intérêts qui aurait conduit à une note bienveillante ».

1063. À cet égard, il ne nous semble pas exact d'estimer que l'arrêt *société Eurodirect marketing* rendu le 22 novembre 2005 par la chambre commerciale¹ repose sur un raisonnement susceptible de s'appliquer par analogie aux agences de notation². En effet, hypothèse particulière dans laquelle il avait été établi qu'une information fautive relative aux prévisions de résultat avait déterminé le demandeur à acquérir des titres de l'émetteur, l'affaire Eurodirect marketing repose sur le principe d'une pondération de l'importance relative des informations en cause dans la détermination des choix d'investissement. Or, la preuve du lien de causalité telle qu'elle résulte de l'arrêt précité supposerait de pouvoir déterminer la fausseté de la notation, ce qui s'agissant d'une simple évaluation sous forme de note, paraît impossible logiquement³. Mais cela supposerait surtout d'admettre que la notation ait pu suffire à fonder une décision d'investissement. Or, en pareil cas, ne devrait-on pas admettre que l'importance déterminante donnée à la notation constitue une faute pour la victime ?

1064. Ainsi, compte tenu de cette difficulté essentielle de mise en œuvre, tout comme de l'objectif récemment affiché de limiter les effets de la notation dans la prise de décision par les investisseurs, il aurait été opportun de préciser que l'indemnisation des investisseurs tout comme celle des émetteurs ne pourra pas s'étendre à l'intégralité des conséquences liées à un défaut d'objectivité de la notation. Cette incertitude relative au lien de causalité rejaillit en effet sur les conditions mêmes d'admission et de détermination du préjudice indemnisable. En quoi consiste ce préjudice pour le tiers ? Un préjudice matériel certainement, que l'on tentera de définir comme le fait d'avoir conféré une importance déterminante à l'avis simplement indicatif d'une agence de notation dans la prise d'une décision d'investissement qui se serait avérée mauvaise. N'est-on pas alors obligé d'inclure d'une certaine manière la faute de la victime dans la définition même du préjudice ?

1065. L'indemnisation à hauteur de la différence entre le prix d'acquisition et le prix de revente ne saurait en tout cas pas être admise en relation à une notation insuffisamment objective. Une chose est certaine en effet. Si le législateur entreprend de réduire l'importance de la notation dans la prise de décision des investisseurs, le dommage ne doit pas être étendu à l'intégralité des pertes essuyées par l'investisseur. Ce serait autrement faire de l'action en responsabilité une opportunité de recours en garantie systématique exercée contre le même bouc émissaire, qui serait alors à l'origine d'un considérable risque financier pour les agences de notation.

¹ Com., 22 novembre 2005, pourvoi n° 03-20600, *Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing*, Juris-Data n° 0309278, inédit : *Banque & Droit*, n° 105, janv.-févr. 2006, p. 25, obs. H. de VAUPLANE ; *RTD com.* 2006, p. 445, obs. M. STORCK.

² En ce sens pourtant, P.-H. CONAC, « La responsabilité civile des agences de notation en droit américain et en droit français », préc., p. 88-89.

³ Un auteur observe ainsi que la notation « n'est qu'un indicateur, un exercice d'anticipation affecté par nature d'un aléa : il s'agit de prévoir la situation d'une entité notée quand elle remboursera sa dette. La note énonce une probabilité, non une certitude : le fait qu'un titre mal noté soit finalement remboursé ne signifie pas que l'agence s'est trompée ; inversement, si un titre bien noté fait défaut, cela ne permet pas de conclure non plus que l'agence a commis une erreur. Il s'agit d'une probabilité », J.-F. BIARD, « Les agences de notation de crédit », préc., n° 22.

1066. Pour ce qui est des émetteurs, la définition du préjudice qu'ils subissent est également problématique car admettre un préjudice dérivant des mauvaises conditions d'élaboration de la note suppose de déterminer l'impact de ladite note sur le public des investisseurs. Il existe toutefois une manière d'établir quel a pu être cet impact en fonction de l'élévation éventuelle du taux d'intérêt attaché à des titres d'emprunt pour trouver des souscripteurs¹ ou bien de la diminution de liquidité du titre, selon que la note est apparue défavorable ou favorable. On pourra toutefois questionner en cette dernière hypothèse la réalité du préjudice allégué par un émetteur du fait d'une notation excessivement positive, quoiqu'il soit concevable qu'elle aille à son détriment.

La situation des agences de notation, en dépit de la reconnaissance législative de leur responsabilité, n'offre ainsi pas plus de certitudes aux fins du traitement contentieux des conflits d'intérêts que celle des analystes financiers, dont la jurisprudence a admis la responsabilité dans son principe à défaut de toute disposition expresse.

1067. **CONCLUSION DU CHAPITRE II** - Le besoin d'anticipation des évolutions du marché d'un titre ou de la situation d'un émetteur a engendré des métiers spécifiques qui participent à la réalisation de la fonction prédictive de l'information et dont l'objet est de réaliser le traitement et la synthèse critique de l'information disponible relative aux instruments financiers.

Les informations élaborées par les agences et analystes peuvent recevoir une qualification unique, celle d'opinion, seule à même de mettre en lumière l'irréductibilité de la notation et de l'analyse financière aux activités de renseignement et de conseil. Fondées sur des méthodes destinées à en permettre le contrôle diffus par les utilisateurs, analyses et notes voient leur valeur prédictive déterminée à partir du degré d'objectivité et d'indépendance entourant leur élaboration.

Cette observation permet de mieux saisir l'enjeu commun de la réglementation de ces deux activités qui réside dans la prévention et le traitement des conflits d'intérêts. Investis d'une fonction de marché, analystes et agences de notation ont en charge la réalisation d'un intérêt commun au public des investisseurs, qui réside dans l'accès à une information critique et synthétique des autres informations dont ils sont inondés. L'identification de cet intérêt prévalent implique de limiter au maximum le risque de conflit avec l'intérêt personnel de l'agence de notation ou de l'analyste financier. Ce n'est qu'en préservant leur indépendance et en assurant la plus grande objectivité aux analystes financiers et agences de notation que

¹ Un auteur observe ainsi que « [d]ans le cas d'une action émanant de la société, le lien de causalité est relativement facile à établir. En effet, une notation basse ou une dégradation de la note peut accroître le coût de la dette », P.-H. CONAC, « La responsabilité civile des agences de notation en droit américain et en droit français », Annexe 3, in *Agences de notation, immobilier et contrats publics – Contribution sur l'attractivité économique du droit*, dir. B. DU MARAIS, *La documentation française*, 2007, p. 88.

ceux-ci pourront remplir la fonction systémique d'intermédiaires en information qui leur est désormais assignée dans le dispositif.

À cette fin, le droit positif comprend désormais une réglementation fort détaillée, destinée à prévenir et à traiter les conflits d'intérêts. Si, dans le domaine des agences de notation, le caractère oligopolistique du marché, dont on questionne encore les effets sur le niveau d'indépendance des agences, n'a pas été directement pris en compte par le règlement européen, l'indépendance dans l'exercice de l'activité d'analyse ou de notation constitue l'objet essentiel de la réglementation. De nombreuses règles ont vocation à assurer l'indépendance des analystes, qui ne peut être définie que par la synthèse générique de toutes les situations de conflits d'intérêts potentiels que la réglementation tend à prévenir.

Il existe toutefois des remèdes directs aux situations de conflits d'intérêts, établis de façon pragmatique par le législateur qui, en la matière plus qu'ailleurs, ne peut tout prévoir. Pour permettre au marché d'évaluer par lui-même la valeur prédictive de la note ou analyse, il est nécessaire que soient divulgués les conflits d'intérêts susceptibles d'affecter et de réduire l'objectivité censée la caractériser. De cette façon, les investisseurs sont renvoyés à leur propre esprit critique dans le traitement de l'opinion dont ils bénéficient.

Beaucoup plus problématique à mettre en œuvre est le remède que constitue la responsabilité des analystes financiers et des agences de notation. En dépit de leur source différente, la responsabilité des agences de notation et des analystes financiers se heurte à un problème fondamental qui tient au rôle même que ces professions occupent dans la chaîne de l'information. Comment admettre qu'une information qui, par sa définition même, n'a pas vocation à déterminer de manière exclusive la prise de décision des investisseurs puisse causer à ceux-ci un préjudice ? La voie semble être celle de la définition d'un préjudice lié aux conditions d'exécution de la prestation davantage qu'à son résultat. Comment un tel préjudice devra-t-il alors être déterminé, compte tenu du caractère seulement partiel de la note ou de l'analyse dans le processus de décision ?

Cette incertitude fondamentale qui rejaillit sur le dispositif juridique puise en effet ses racines dans le manque de volonté politique claire de définir le rôle des agences de notation. Le droit positif évolue dans le sens d'un renforcement de la responsabilité des agences de notation, signe de leur importance reconnue dans le processus décisionnel, alors qu'il est question à l'heure actuelle d'en réduire le rôle aux yeux des investisseurs. Ces évolutions contradictoires conduisent à un certain flou sur ce que sera demain le risque juridique associé aux opinions prédictives en droit des instruments financiers.

CONCLUSION DU TITRE II

1068. La réalisation de la fonction prédictive de l'information dans l'appréciation du risque associé aux instruments financiers suppose d'en préserver certaines qualités essentielles.

La répression des abus de marchés est fondée sur la nécessité d'assurer l'intégrité de l'information, entendue comme sa correspondance à la réalité économique sous-jacente, et sur l'égalité d'accès à l'information. La dimension essentiellement formelle de la répression, qu'elle soit pénale ou administrative, a conduit à questionner la réalité des atteintes à l'information du marché sous l'angle de la responsabilité civile. La nocivité des manipulations de marché est confirmée par l'indemnisation d'un préjudice à hauteur de la perte d'une chance au profit des victimes. Bien qu'elle soit peu rigoureuse, cette solution apparaît opportune au plan de la politique juridictionnelle. En revanche, le préjudice associé aux opérations d'initiés peine à être défini. Il y a là un écart regrettable entre la dangerosité prêtée aux opérations d'initiés et la détermination de leurs conséquences dommageables d'après le droit commun que l'on ne peut finalement justifier que par la nécessité psychologique de préservation de la confiance des investisseurs.

À la nécessité de préserver ces qualités générales de l'information disponible s'ajoute celle d'assurer que les opinions élaborées par les agences de notation présentent bien la qualité particulière d'objectivité qui leur confère leur valeur prédictive au titre de la synthèse qu'elles réalisent. La réglementation est ainsi nécessairement tournée vers la préservation des conflits d'intérêts pour assurer leur conformité à l'intérêt prévalent d'accès du public à une synthèse objective. Les remèdes indirects tournés vers la préservation de l'indépendance des agences et analystes sont à ce titre nécessairement incomplets. La divulgation des conflits d'intérêts est alors nécessaire pour permettre au public de limiter la portée des notes et analyses insuffisamment objectives. La reconnaissance de la responsabilité des agences et analystes ne pourra en outre constituer un remède efficace pour remédier aux conflits d'intérêts qu'à la condition de surmonter d'abord les incertitudes qui entourent les conditions de la responsabilité. Si l'importance des opinions prédictives dans le processus de décision des investisseurs n'est plus à démontrer, la volonté politique de la réduire rend incertaine l'étendue de la responsabilité qui doit peser sur les agences de notation et les analystes financiers.

CONCLUSION DE LA SECONDE PARTIE

1069. Les développements qui précèdent établissent ainsi qu'une articulation de l'information réglementée avec la discipline des abus de marché et la réglementation des activités de notation et des analyses financières peut être déduite de la reconnaissance de la fonction prédictive de l'information en droit des instruments financiers. En la matière, ces différents ensembles de règles reposent sur une fonction particulière de l'information comme support de connaissances permettant de fonder des anticipations.

En premier lieu, par la sélection de cette information, les instances normatives doivent opérer de nombreux choix dont ne rend pas compte la simple référence à la recherche de transparence.

Dans sa multiplicité, l'information exigible des émetteurs s'ordonne selon sa temporalité et son contenu. La sélection de l'information pertinente s'opère dans le temps selon un rapport de complémentarité entre une information au contenu déterminé *a priori* à certaines échéances et une information définie conceptuellement par son caractère privilégié. Les anticipations du public sont également satisfaites par une diversification des contenus de l'information dont le rattachement au droit des sociétés révèle davantage un rapport de complémentarité entre les exigences d'amélioration de la gouvernance des sociétés et l'appréciation de la valeur des instruments financiers qu'une véritable séparation. Cette diversification des contenus conduit alors à un assouplissement des méthodes, de nombreuses règles d'information en matière de gouvernance et de responsabilité sociale reposant sur des standards dont la plus grande précision renforcera d'autant le caractère contraignant.

La sélection de l'objet de l'information présente des difficultés particulières lorsque l'élément recherché présente une complexité intrinsèque. L'instabilité de la réglementation en matière de franchissement de seuil met en lumière la difficulté qu'il y a à réduire à une somme d'éléments factuels un élément d'information aussi fuyant que la puissance de vote d'un investisseur. L'extension des cas d'assimilation aux dérivés à dénouement monétaire illustre qu'aucune réglementation figée n'a pour l'instant permis d'arrêter avec précision les déterminants de la puissance de vote, laissant ainsi un espace d'application à la fois inattendu et souhaitable à des notions tirées du droit commun, telle la fraude. Le régime de l'information relative à la puissance de vote est par ailleurs conditionné par l'objectif poursuivi par ces obligations déclaratives comme mécanisme d'anticipation des prises de contrôle qui conduit à un renforcement comme à un dépassement de l'information, lorsqu'est franchi le seuil de l'offre publique obligatoire. La sanction duale reposant sur la privation ou

la suspension des droits de vote entraîne l'anéantissement de la puissance de vote dont la révélation est une condition d'exercice en droit des sociétés cotées.

La réalisation de la fonction prédictive de l'information implique, en second lieu, que soient assurées ses qualités pour concourir aux anticipations des destinataires. C'est à ce titre que la répression des abus de marché prévient les atteintes à l'intégrité de l'information et tend à préserver l'égalité d'accès des investisseurs à l'information. La dimension préventive de la répression explique son caractère formel tout comme ses objectifs économiques conduisent à s'interroger sur la prise en compte des effets des comportements en cause par l'introduction de faits justificatifs dont il est essentiel de mieux délimiter les contours. Si les conséquences préjudiciables des manipulations de marché sont désormais reconnues sur le terrain de la responsabilité civile selon une méthode à la fois peu rigoureuse et opportune, il n'en va pas de même pour les opérations d'initié. La reconnaissance d'un préjudice résultant d'une opération d'initié se heurte en effet au droit commun de la responsabilité, ce qui explique l'impossibilité dans laquelle les juridictions et la doctrine se sont trouvés d'en proposer une définition satisfaisante.

Une qualité particulière de l'information élaborée par les agences de notation et les analystes financiers expliquent toutefois l'importance donnée à la prévention des conflits d'intérêts dans les dispositifs qui leur sont applicables. L'opinion qu'elles élaborent, distincte du renseignement et du conseil, ne vaut qu'à raison de l'objectivité qui a présidé à la mise en œuvre de leurs méthodes d'élaboration. C'est à cette condition que ces intermédiaires en information pourront délivrer des opinions conformes à l'intérêt du public à bénéficier d'une synthèse objective de l'information disponible. Cela rend compte des nombreuses règles destinées à prévenir les conflits d'intérêts en assurant leur indépendance. Nécessairement lacunaires, compte tenu de l'objet de la prévention, elles doivent être complétées par un dispositif de remèdes directs aux conflits d'intérêts dans lequel la place essentielle revient à la divulgation du conflit lui-même. L'atteinte à l'objectivité de l'élaboration de l'information doit ainsi elle-même intégrer l'analyse des investisseurs pour apprécier la valeur prédictive de l'opinion. Désormais admis et consacré par le législateur, le développement de la responsabilité civile des agences de notation et des analystes financiers se heurte à des incertitudes liées à la place qu'occupent les opinions dans le processus de décision d'investissement. Entre une volonté politique de réduction de leur influence et la nécessité juridique d'en reconnaître la responsabilité, la preuve du lien de causalité et la détermination de l'étendue du préjudice résultant d'un défaut d'objectivité des opinions promettent d'être source de difficultés contentieuses.

CONCLUSION GÉNÉRALE

- 1070.* L'analyse du droit positif à partir des fonctions intellectuelles de l'information a permis d'en établir la cohérence et l'intelligibilité. C'est par la connaissance et l'anticipation de réalisation du risque attaché aux instruments financiers qu'un dispositif au carrefour du droit des contrats, du droit des sociétés et du droit répressif trouve son articulation. La démarche proposée a ainsi permis de révéler que le dispositif, dans sa globalité, repose sur une conception du processus de décision et sur la détermination de l'information nécessaire à la prise d'un risque financier.
- 1071.* Les règles examinées, réparties en deux ensembles, concourent à fonder intellectuellement la décision d'investissement, en assurant la connaissance du risque initial inhérent aux instruments financiers, d'une part, et en déterminant les éléments d'information nécessaires à l'appréciation de l'évolution d'un tel risque dans la durée, d'autre part. Une telle répartition a ainsi permis d'ordonner l'étude des procédés utilisés par le législateur pour assurer la description d'un objet et les prédictions relatives à l'évolution du risque patrimonial qu'il comporte.
- 1072.* Siège naturel de la description d'un objet, le contrat est assorti d'une information conséquente dans deux domaines du droit des instruments financiers, unis par un rapport de complémentarité fondé sur la nécessité de décrire aux investisseurs le risque d'investissement auquel ils s'exposent.
- 1073.* L'émission de titres financiers, que celle-ci soit globale ou à l'unité, permet de les diffuser à un public selon des procédés différents, qui tous s'accompagnent d'une information standardisée, compte tenu de l'indétermination des futurs acceptants. Sans souci de rigueur des qualifications, les instances normatives procèdent selon une démarche analogue à celle identifiée au sujet de l'offre au public de droit commun, en associant à la diffusion de titres financiers l'exigence d'élaboration d'un prospectus permettant l'extériorisation du contrat entre émetteurs et investisseurs. Liée au caractère public du procédé de diffusion, l'information contenue dans le prospectus voit son contenu déterminé à raison du risque d'investissement que comporte le titre financier en cause. La limitation du contrôle qu'exerce le régulateur à sa cohérence interne révèle la volonté des instances normative de faire de l'information contenue dans le prospectus une condition juridique à la prise de risque financier. L'analyse du champ d'application de l'exigence d'élaboration et de publication du prospectus a ainsi révélé, malgré le désordre du droit positif à cet égard, une cohérence de fond : l'information n'est plus requise lorsqu'elle est autrement accessible ou que le titre ne comporte pas de risque associé à sa propriété.

1074. L'information intègre également les relations contractuelles qui se nouent entre les intermédiaires financiers et leurs clients, selon la double voie d'une généralisation de l'information à l'ensemble des instruments financiers et de la personnalisation de cette information. Non émis, les contrats financiers ne sauraient ainsi faire l'objet d'une obligation d'information sur les risques qu'à la charge des prestataires de services d'investissement, tiers à l'opération sur instruments financiers. C'est dans ce cadre qu'il convient désormais de procéder à l'étude du champ d'application de l'information sur les risques, compte tenu de sa pertinence pour l'investisseur. Cette pertinence ne résulte pas d'une analyse consumériste, dans laquelle le déséquilibre entre les sujets conditionne l'intervention d'un dispositif de protection. C'est en réalité la connaissance du risque d'investissement, aujourd'hui abstraitement déterminée à partir de la compétence de l'investisseur, qui permet de délimiter *ratione personae*, le champ d'application des obligations qui s'imposent aux intermédiaires. Leur fonction de système fait reposer sur les intermédiaires la détermination des obligations qui s'imposent à eux, sur la base du dispositif de catégorisation de leurs clients, sous leur responsabilité. L'identification de la compétence du client permet d'assurer une personnalisation de l'information selon un dispositif légal, fondé sur un échange d'informations entre ce même client et le prestataire, dont l'insuffisance, portée à ses conséquences extrêmes, conduit à une limitation de la liberté contractuelle en imposant au prestataire un refus de contracter. L'information permet ainsi de parvenir à une détermination du contenu du contrat par le prestataire. L'objectif de protection de l'investisseur contre le risque financier fait du prestataire un arbitre d'opportunité de la décision d'investissement, lui permettant de contribuer du même coup, à la stabilité du système financier.

1075. Une fois décrit le risque financier par une information standardisée et personnalisée, les instances normatives assurent aux intervenants les éléments permettant de réaliser des prédictions quant à son évolution dans la durée. L'information en cause devient alors extérieure au contrat et fait l'objet d'une détermination à partir du contexte de marché, dans lequel interviennent les négociations portant sur les instruments financiers. La description directe de l'instrument financier est alors accompagnée par une information de contexte qui, si elle ne prend pas l'instrument pour objet, est censée conduire à en établir la valeur selon une logique collective d'établissement de son prix. L'inscription dans la durée du risque financier conduit ainsi à une double détermination de l'information destinée à la formation de prédictions, dans son contenu comme dans ses qualités.

1076. Sous l'angle du contenu de l'information, les instances normatives se confrontent à des difficultés de détermination qui concernent tant sa multiplicité que sa complexité intrinsèque. Dans sa multiplicité, l'information exigée constitue un élément fondamental du statut des émetteurs cotés. Leur présence sur un marché implique d'inscrire la satisfaction des besoins d'anticipation d'un public dans le temps, mais aussi dans un contexte en évolution constante, dans lequel les données extrafinancières ont vocation à concourir de façon toujours plus

importante aux prises de décision des investisseurs. D'un point de vue technique, la sélection de l'information pertinente suppose ainsi un enrichissement réciproque du droit des sociétés et du droit des instruments financiers. Certaines informations relatives au fonctionnement des organes sociaux éclairent les conditions d'élaboration de l'information financière, alors que d'autres informations exigées des sociétés cotées tendent en réalité à améliorer le fonctionnement de la personne morale. La sélection de l'information s'opère également par un recours original au droit souple comme mécanisme de détermination graduelle du contenu de l'information extrafinancière, à partir du comportement des débiteurs de l'information, en matière de gouvernance des sociétés et de responsabilité sociale et environnementale. Dans sa complexité, l'information relative à la puissance des investisseurs est soumise à une réglementation, dont l'instabilité s'explique par l'indétermination juridique de son objet. La puissance de vote est identifiée par un ensemble de situations types et sa détermination suppose une adaptation de la règle de droit aux techniques financières. L'extension prochaine des assimilations aux instruments dérivés à dénouement monétaire est l'expression d'une course sans fin contre les procédés techniques d'accroissement occulte de la puissance de vote des investisseurs. On est alors conduit à se tourner vers des mécanismes issus du droit commun, tels la fraude, qui se profilent désormais comme des compléments aussi inévitables qu'insatisfaisants à une réglementation toujours plus lourde. Cette complexité de l'objet de l'information relative à la puissance de vote s'explique par son objectif et rejaillit sur son régime. Alors que l'action de concert suppose une appréciation collective de la puissance de vote, que celle-ci soit orientée au contrôle ou simplement à l'influence sur la gestion de l'émetteur, la détection des prises de contrôle occultes suppose d'adjoindre aux déclarations de franchissement de seuils des obligations complémentaires qui assurent une information sur les intentions de l'investisseur. L'élément d'information porte alors directement sur les velléités de prise de contrôle de l'investisseur et s'attache tant au franchissement d'un seuil qu'à la lutte contre des rumeurs sur un marché. Le régime de cet objet particulier d'information que constitue les intentions d'un investisseur gagnerait à faire l'objet d'une harmonisation, en relation aux conditions de changement d'intention. L'information est ensuite dépassée par l'institution d'un mécanisme de contrainte. Le franchissement d'un certain seuil, aujourd'hui fixé aux trois dixièmes du capital ou des droits de vote, détermine le passage d'une régulation par l'information à l'instauration d'une contrainte dans la détermination du prix. L'enjeu des obligations déclaratives tient ainsi à l'exercice du pouvoir dans les sociétés cotées et conduit à des sanctions qui tendent à l'anéantissement de la puissance de vote. La sanction est adaptée à l'objectif que le public intègre dans ses prédictions relatives à la répartition du pouvoir au sein de l'émetteur.

1077. Au plan de ses qualités, l'information fait l'objet d'une double détermination. Générale d'abord, par le biais de la sanction des abus de marché. Alors que la répression des opérations d'initiés tend à assurer l'égalité de l'information disponible, celle des manipulations de

marché préserve son intégrité en assurant la correspondance de l'information disponible avec les anticipations des investisseurs. La technique de préservation des qualités de l'information prédictive en droit des instruments financiers rejoint ainsi les finalités de la répression sur les marchés de biens et services par le biais du délit d'altération illicite de prix. Bien qu'essentiellement formelle au plan de la détermination des éléments constitutifs des abus de marché, la répression se teinte toutefois d'une coloration matérielle, compte tenu de son objectif économique d'établissement des qualités de l'information indispensables au bon fonctionnement du marché. Cela a pu être observé non seulement au plan de la détermination de la sanction pécuniaire, mais aussi des faits justificatifs d'origine tant prétorienne que textuelle. Particulière ensuite, la qualité des opinions élaborées par les agences de notation et les analystes financiers est l'objectivité. 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. C'est ainsi la lutte contre les situations de conflits d'intérêts, dans lesquelles peuvent se trouver les agences de notation et les analystes financiers, qui fait l'objet des attentions du législateur, selon un dispositif qui s'articule entre des remèdes indirects et des remèdes directs. Les premiers permettent d'assurer l'indépendance des intermédiaires en information, aux niveaux économique et organisationnel. Les seconds permettent d'assurer au public la prise en compte de la situation de conflits d'intérêts dans l'analyse des opinions émises et de sanctionner, sur le terrain de la responsabilité civile, les conséquences du défaut d'objectivité de ces mêmes opinions. C'est alors l'étendue du préjudice réparable qui constitue le problème essentiel du régime des actions en responsabilité relatives au défaut d'objectivité des opinions prédictives.

1078. Dernier enseignement de ce travail, cette décomposition du processus de décision d'investissement, auquel procèdent les instances normatives, devrait permettre de guider l'action de la jurisprudence en relation aux conséquences civiles liées à l'insuffisance de l'information, au plan de son contenu ou de ses qualités. Alors que l'information exigible au titre de la description du risque intègre la formation du contrat et devrait conduire, compte tenu de sa fonction, à étendre le droit à réparation des investisseurs à la totalité des pertes en capital subie en cas de défaut, l'information prédictive suppose une évaluation concrète d'un contexte de marché par les investisseurs. Elle ne saurait, dès lors, être envisagée comme le fondement de sa décision d'investissement. À ce titre, les motivations des investisseurs prennent le pas sur le contenu objectif de l'information. Bien qu'insatisfaisante au plan du droit commun de la responsabilité civile, l'indemnisation du préjudice subi par les investisseurs en relation aux délits et manquements d'informations fausses ou trompeuses, à la hauteur de la perte d'une chance, assure bien la juste mesure de l'importance du défaut de l'information en cause dans le processus de décision. Elle confère au juge une marge de manœuvre, certes regrettable, mais qu'il faut admettre parce qu'elle est inévitable.

1079. La réflexion conduite dans ce travail avait ainsi pour objectif de montrer comment le droit entreprend de régir le processus de prise de décision d'investissement en instruments financiers. Le constat final ne saurait toutefois être celui d'un règne sans partage de l'information, comme fondement des décisions et instrument exclusif de formation des prix. Il a en effet été question en deux occasions d'un dépassement de l'information, au sujet de l'atteinte à la liberté contractuelle résultant de l'impossibilité dans laquelle se trouve le prestataire de réaliser un test d'adéquation, et à propos des offres obligatoires. Du dépassement de l'information résulte une atteinte à la liberté contractuelle, selon les deux figures du contrat refusé et du contrat imposé.

1080. Hors ces hypothèses, l'étude de l'information selon ses fonctions intellectuelles permet essentiellement d'appréhender la manière dont le droit détermine les éléments nécessaires au processus de décision. Une interrogation légitime peut alors survenir. N'est-il pas étonnant, dans un travail consacré à l'information, d'avoir si peu parlé du consentement ? On répondra simplement que le droit des instruments financiers ne se construit pas autour de la nécessité d'éclairer le consentement mais tend à assurer, en amont même du consentement, que les décisions prises soient opportunes.

1081. Au consentement précède en effet la décision. La logique traditionnelle d'éclairage du consentement à laquelle répond l'information paraît dépassée et, avec elle, l'analyse même de la décision de contracter d'après les seules conditions de validité du contrat. Il est réducteur de mettre sur un même plan l'information nécessaire à une prise de décision et consentement. Cela résulte de la détermination même du consentement. S'il est généralement défini comme expression libre et éclairée de conclure un acte créateur d'obligation, il ne saurait faire l'objet que d'une détermination négative. Selon la méthode suivie par les rédacteurs du Code civil, le consentement n'est véritablement déterminé qu'à défaut des vices susceptibles de l'affecter. À partir du triptyque de l'erreur, du dol et de la violence, consentir, c'est ne pas se tromper, ni être trompé ou contraint. L'information conduit, au contraire, à une détermination positive du consentement. Davantage qu'une pure fonction d'éclairage du consentement, l'obligation d'information imposée à l'une des parties comme préalable à la conclusion d'un contrat entreprend de déterminer le sens de l'expression du consentement¹. En d'autres termes, l'ordre juridique, lorsqu'il met à la charge de l'une des parties l'obligation de communiquer une information à l'autre, définit le niveau de savoir permettant l'expression d'un consentement informé, sinon éclairé. L'association de l'ensemble des règles étudiées, qu'elles intègrent l'expression du consentement entre émetteurs et intermédiaires d'un côté, et investisseurs de l'autre, ou qu'elles composent le statut d'émetteur coté, dépasse ainsi le strict

¹ « En réalité, les obligations que l'on insère ainsi d'autorité dans certains contrats, ne sont plus à base de consentement, mais à base d'autorité : ce sont les pouvoirs publics qui les instituent de toutes pièces, avec elles, on voit reculer le dogme de l'autonomie de la volonté qui cède devant celui de la contrainte », L. JOSSERAND, « L'essor moderne du concept contractuel », in *Recueil d'études sur les sources du droit en l'honneur de François GÉNY : Les sources générales des systèmes juridiques actuels*, t. II, 1934, Sirey, p. 346.

respect des conditions à l'expression d'un consentement valable. Les instances normatives, en imposant la transmission d'une information aussi foisonnante, entreprennent d'établir les conditions d'une prise de décision opportune. L'articulation des fonctions intellectuelles de l'information dans le dispositif tend à assurer que l'investisseur s'expose au risque qui lui convient. En ce qu'il a été en mesure d'en apprécier tous les déterminants, il prendra une décision éclairée mais, surtout, intelligente.

1082. Une telle conception, qui sous-tend indiscutablement le développement de l'information en droit des instruments financiers, repose ainsi sur une confusion entre l'objectif assigné à l'information et son concours à la décision de son récepteur. L'information dûment transmise a pour fonction l'acquisition du savoir relatif à un objet, dont les qualités sont restituées dans un message. Le savoir ainsi transmis répond alors à l'objectif qui consiste à créer les conditions d'une prise de décision éclairée. Or, l'information, ramenée au concept de savoir, n'implique pas, en tant que telle, une prise de décision opportune. Ce serait en effet confondre savoir et entendement. Ou encore, information et intelligence. La rupture logique qui s'instaure entre l'exigence de transmission d'un savoir et l'expression corrélatrice d'un consentement éclairé procède d'un postulat¹ discutable. On ne saurait déduire la compréhension de l'accès au savoir. Si elle peut être recherchée, comme c'est le cas au sujet du résumé inclus dans le prospectus², en aucun cas l'ordre juridique n'a une prise directe sur la compréhension effective de l'ensemble des conséquences d'un acte juridique. L'ordre juridique reste aux portes de la compréhension du savoir transmis entre les parties lorsqu'il met en œuvre des prescriptions portant sur l'échange d'informations. En somme, notre analyse procède d'un certain pessimisme méthodologique. La compréhension, fondement de décisions opportunes, n'est peut-être pas affaire de droit. Seul le savoir peut l'être. L'ordre juridique n'a vocation à intervenir par le biais du savoir que pour définir abstraitement le niveau de connaissances nécessaires à une prise de décision éclairée ; c'est d'un souci de limitation du risque d'une prise de décision non informée dont procède l'obligation d'information. Il découle de cette dernière affirmation, tautologique en apparence, que le consentement, aboutissement du processus de prise de décision, réside davantage dans le niveau de connaissance des implications de l'acte juridique que dans leur compréhension.

1083. Comme tout travail juridique relatif à l'information, cette étude comporte ainsi, inscrite en filigrane, une interrogation relative à l'effectivité de la règle de droit en relation à l'intelligence économique, qui nous ramène au constat pessimiste par lequel l'auteur cité en exergue concluait son travail. Dans quelle mesure rentre-t-il effectivement dans les missions de l'ordre juridique de favoriser la compréhension des éléments susceptibles de déterminer

¹ Selon la définition qu'en donne le *Dictionnaire Petit Robert* 2011, un postulat est, en logique, « un principe indémontrable qui paraît légitime, incontestable ».

² Dont on rappellera qu'il ne saurait, en lui-même, fonder aucune action en responsabilité à l'encontre de ses rédacteurs...

une prise décision économique ? S'il existe un socle commun dont les termes sont le discernement – par le biais de la capacité – et le consentement – non vicié –, est-il souhaitable et même seulement possible d'aller au-delà ? Ainsi, avant même de questionner les relations du droit avec l'économie et la sociologie, peut-être convient-il d'interroger les relations qu'entretiennent le droit et l'intelligence en examinant de quelle façon la règle de droit constitue effectivement un instrument nécessaire à la connaissance du réel. Ce n'est pas poser la question de la connaissance du fait en droit¹ mais plutôt poser le problème inverse de la place du droit comme instrument permettant la connaissance des faits. Relevant davantage d'une étude de philosophie du droit, une telle réflexion sera sans doute essentielle à mener pour renouveler et rafraîchir les réflexions de politique juridique, depuis trop longtemps prisonnières du dialogue de sourds cantonné au cénacle des économistes et des juristes. La place de l'information en droit des instruments financiers doit être précisée, non en raison de l'élucidation de son fondement économique, mais de sa vocation, admise en principe, à assurer une meilleure compréhension des marchés et des risques financiers par les destinataires de la norme juridique. En somme, et quoique l'on se soit défendu de trop y insister, c'est effectivement la question des relations entre la règle de droit et la rationalité postulée par les théories économiques dominantes, qui doit être posée, non plus à partir de l'objectif économique sous-jacent, mais bien en raison de ce que peut la règle de droit. La rationalité de l'agent économique est en effet porteuse de la même confusion entre accès à l'information et rationalité des décisions, que celle constatée entre consentement informé et décision opportune. Par un curieux paradoxe, le modèle économique rejoint le devoir-être alors que la réflexion juridique gagnerait à se concentrer sur ce que *peut* le droit.

1084. En conclusion de cette thèse, c'est ainsi davantage une question de philosophie du droit que de politique juridique qui se pose. Dans quelle mesure la règle de droit peut-elle, compte tenu de ses modes d'élaboration et d'application, comme de ses caractères de généralité et d'abstraction, accroître l'intelligence économique de ses destinataires ? L'analyse fonctionnelle a au moins permis de préciser de quelle façon elle l'entreprend, sans que l'on puisse affirmer si elle y parvient... Comme l'a observé CARBONNIER, « *On ne saurait mieux résumer l'état provisoire de la question. Le droit dit aux vendeurs : « Soyez transparents », le non-droit dit aux acheteurs : « Ne soyez pas si bêtes* »². Ainsi, en droit des instruments financiers comme peut-être ailleurs, la règle destinée à assurer l'information du sujet semble condamnée à l'ineffectivité, au moins partiellement, si on l'envisage comme le fondement d'une décision rationnelle. En revanche, si on l'analyse comme une condition abstraite à une prise de risque économique, elle acquiert alors sa véritable signification juridique.

¹ A. LEPAGE, *Recherche sur la connaissance du fait en droit*, préc.

² J. CARBONNIER, « Propos introductifs », in *La transparence*, dir. C. LUCAS de LEYSSAC, n° spéc. *RJ com.* 1993, p. 18.

BIBLIOGRAPHIE

I. TRAITÉS ET OUVRAGES GÉNÉRAUX

- AUCKENTHALER (F.), *Droit des marchés de capitaux*, L.G.D.J., 2004.
- AUDIT (B.), et AVOUT (L. d'), *Droit international privé*, 6^e éd., Economica, 2010.
- BLAISE (J.-B.), *Droit des affaires*, 6^e éd., L.G.D.J. 2011.
- BONNEAU (T.) et DRUMMOND (F.), *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, 2010 ; 2^{ème} éd. Economica, 2005.
- BOULOC (B.), *Procédure pénale*, 23^e éd., Dalloz 2012.
- CALAIS-AULOY (J.) et TEMPLE (H.), *Droit de la consommation*, Dalloz, 8^e éd., 2010.
- CARBONNIER (J.), *Droit civil – Les biens, les obligations*, PUF, 2004.
- CHOI (S. J.) & PRITCHARD (A. C.), *Securities Regulation*, Aspen Publishers, 2008.
- CONTE (P.), *Droit pénal spécial*, 3^e éd., Litec, 2007.
- COURET (A.), LE NABASQUE (H.) et *alii*, *Droit financier*, 2^e éd., Dalloz, 2012.
- COX (J. D.), HILLMAN (R. W.), LANGEVOORT (D. C.), *Securities Regulation – Cases and materials*, 5th ed., Aspen Publishers, 2006.
- COZIAN (M.), VIANDIER (A.), DEBOISSY (F.), *Droit des sociétés*, 24^e éd., Litec, 2011.
- DIDIER (P.), *Droit commercial – le marché financier et les groupes de sociétés*, t. 3, PUF, 1993.
- FAGES (B.), *Droit des obligations*, 3^e éd., L.G.D.J., 2011
- FLOUR (J.), AUBERT (J.-L.), SAVAUX (E.), *Les obligations – 1. L'acte juridique*, Sirey, 14^e éd., 2010.
- FLOUR (J.), AUBERT (J.-L.), SAVAUX (E.), *Les obligations – 3. Le rapports d'obligations*, 7^e éd., Sirey, 2011.
- FRIER (P.-L.) et PETIT (J.), *Précis de droit administratif*, 6^e éd., Montchrestien, 2010.
- GERMAIN (M.) et MAGNIER (V.), *Traité de droit des affaires – Les sociétés commerciales*, t. 2, 20^e éd., L.G.D.J., 2011.
- GUYON (Y.), *Droit des affaires*, t. 1, 12^e éd., Economica, 2003.
- JEANDIDIER (W.), *Droit pénal des affaires*, 6^e éd., Dalloz, 2005.
- LE CANNU (P.), et DONDERO (B.), *Droit des sociétés*, 4^e éd., Montchrestien, 2012.
- LEPAGE (A.), MAISTRE DU CHAMBON (P.), SALOMON (R.), *Droit pénal des affaires*, 2^e éd., Litec, 2010.
- LOSS (L.) et SELIGMAN (J.), *Securities Regulation*, 3rd ed., Little Brown and Company, 1989.
- MAINGUY (D.), RESPAUD (J.-L.), DEPINCÉ (M.), *Droit de la concurrence*, Litec, 2010.
- MALINVAUD (P.), *Introduction à l'étude du droit*, 13^e éd., Litec, 2011.
- MALAURIE (P.), AYNÈS (L.), *Les Biens*, 4^e éd., Defrénois 2010.
- MALAURIE (P.), AYNÈS (L.), GAUTIER (P.-Y.), *Les contrats spéciaux*, 5^e éd., Defrénois, 2011.
- MALAURIE (P.), AYNÈS (L.), STOFFEL-MUNCK (P.), *Les obligations*, 5^e éd., Defrénois, 2011.
- MAYAUD (Y.), *Droit pénal général*, 3^e éd., PUF, 2010.
- MAZEAUD (H., L., J.) et CHABAS (F.), *Leçons de droit civil*, t. II, 1^{er} vol., « Obligations - théorie générale », par F. CHABAS, 9^e éd., Montchrestien, 1998.
- OHL (D.), *Droit des sociétés cotées*, Litec, 3^e éd., 2008.
- PIEDELIEVRE (S.), *Droit de la consommation*, Economica, 2008.
- PRADEL (J.), *Procédure pénale*, 16^e éd., Éditions Cujas, 2011.

- RABUT (A.)**, *Le droit des bourses de valeurs et des agents de change*, Litec, 1983.
- RASSAT (M.-L.)**, *Droit pénal spécial – Les infractions des et contre les particuliers*, 6^e éd., Dalloz, 2011.
- TERRÉ (F.)**, *Introduction générale au droit*, 8^e éd., Dalloz, 2009.
- TERRÉ (F.), LEQUETTE (Y.)**, *Grands arrêts de la jurisprudence civile*, t. 1, 12^e Dalloz, 2007.
- TERRÉ (F.), LEQUETTE (Y.)**, *Grands arrêts de la jurisprudence civile*, t. 2, 12^e Dalloz, 2008.
- TERRÉ (F.), SIMLER (P.), LEQUETTE (Y.)**, *Les obligations*, 10^e éd., Dalloz, 2009.
- TUNC (A.)**, *Le droit américain des sociétés anonymes*, Economica, 1985.
- VAUPLANE (H. de) et BORNET (J.-P.)**, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001.
- VINEY (G.)**, *Introduction à la responsabilité*, 3^e éd., L.G.D.J., 2008.
- VINEY (G.) et JOURDAIN (P.)**, *Les conditions de la responsabilité*, 3^e éd., L.G.D.J., 2006.
- VOUIN (R.)**, *Droit pénal spécial*, t. 1, 1^e éd., Dalloz, 1953.
- ZENATI-CASTAING (F.) et REVET (T.)**, *Les biens*, 3^e éd., PUF, 2008.
- ZOLLER (E.)**, *Grands arrêts de la Cour suprême des Etats-Unis*, Dalloz, 2010.

II. OUVRAGES SPÉCIAUX, THÈSES ET MONOGRAPHIES

- AGBA (A. K.)**, *La couverture en droit financier*, Thèse Toulouse I, 2009.
- ARESTAN (P.)**, *Démarchage bancaire et financier & Conseillers en investissements financiers (CIF)*, 4^e éd. Revue Banque édition, 2011.
- ARSHADI (N.) & EYSSELL (T. H.)**, *The Law and finance of corporate insider trading: theory and evidence*, Kluwer Academic publishers, 1993.
- AUBERT (J.-L.)**, *Notions et rôles de l'offre et de l'acceptation DAns la formation du contrat*, Préf. J. FLOUR, L.G.D.J., 1970.
- BÉNABENT (A.)**, *La chance et le droit*, préf. J. CARBONNIER, L.G.D.J. 1973.
- BERGMANS (B.)**, *Inside information and securities trading, A legal and economic analysis of liability in the USA and European Community*, Graham and Trautman, 1991.
- BISSARA (P.), FOY (R.), VAUPLANE (A. de)**, *Droit et pratique de la gouvernance des sociétés cotées – Conseils et comités*, Joly éditions, 2007.
- BONFILS (S.)**, *Le droit des obligations DAns l'intermédiation financière*, préf. M.-A. FRISON-ROCHE, L.G.D.J., 2005.
- BOUTHINON-DUMAS (H.)**, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, préf. P. DIDIER, L.G.D.J., 2007.
- CARBONNIER (J.)**, *Sociologie juridique*, PUF, 2004.
- CARVAL (S.)**, *La responsabilité civile DAns sa fonction de peine privée*, préf. G. VINEY, L.G.D.J., 1995.
- CLERMONTEL (P.)**, *Le droit de la communication financière*, préf. N. MOLFESSIS, Joly éditions, 2009.
- COURNOT (A.)**, *Recherches sur les principes mathématiques de la théorie des richesses* (1838), préf. H. GUITTON Calmann-Levy, 1974.
- DECKERT (K.)**, *La sollicitation publique des investisseurs en droits communautaire, français et allemand*, Thèse Paris I, 2009.
- DEFFAINS (B.) et FERREY (S.)**, *Agir et juger – Comment les économistes pensent le droit*, éditions Panthéon Assas, 2010.
- DEXANT de BAILLANCOURT (O.)**, *Les pactes d'actionnaires dans les sociétés cotées*, Thèse Paris II, 2010.
- DISSAUX (N.)**, *La qualification d'intermédiaire dans les relations contractuelles*, préf. C. JAMIN, L.G.D.J., 2007.

- ECHARD (A.)**, *Conflits d'intérêts et déontologie en droit boursier en France et en Grande-Bretagne*, Thèse Paris II, 1995.
- FABRE-MAGNAN (M.)**, *De l'obligation d'information dans les contrats – Essai d'une théorie*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J., 1992.
- FLETCHER (C. E.)**, *Materials on the law of insider trading*, Carolina Academic Press, 1991.
- GAUDEMET (A.)**, *Les dérivés*, préf. H. SYNDET, Economica, 2009.
- GILLET (P.)**, *L'efficience des marchés financiers*, 2^e éd., Economica, 2006.
- GOLDBERG-DARMON (M.)**, *Le droit de l'introduction en bourse*, préf. M.-A. FRISON-ROCHE, Revue Banque édition, 2003.
- GRANOTIER (J.)**, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, préf. D. COHEN, Economica, 2010.
- GUIVARCH (A.)**, *Asymétrie d'information et délits d'initiés*, Thèse Paris IX, 1999.
- HATTAB (R.)**, *De l'obligation de conseil des prestataires de services d'investissement*, préf. M. STORCK, Presses Universitaires de Strasbourg, 2006.
- HAYEK (F. A.)**, *Droit législation et liberté*, 1973, préf. P. NEMO, PUF, 2007.
- HEMMENDINGER (A.)**, *De la publicité financière – Le prospectus de placement*, Thèse Strasbourg, Imprimerie de Clermont-Ferrand, 1945.
- HONTEBEYRIE (A.)**, *Le fondement de l'obligation solidaire en droit privé français*, préf. L. AYNÈS, Economica, 2004.
- JAMET (V.)**, *De l'influence du principe de transparence sur la chaîne de régulation de l'information financière*, Thèse Nice, 2007.
- JESTAZ (P.) et JAMIN (C.)**, *La doctrine*, Dalloz, 2004.
- KARYOTIS (D.)**, *Les agences de notation – Une nouvelle approche du risque*, Revue Banque édition, 1995.
- KELSEN (H.)**, *Théorie Pure du Droit*, Genève 1934, Berkeley 1960, L.G.D.J., 1999.
- LATINA (M.)**, *Essai sur la condition en droit des contrats*, préf. D. MAZEAUD, L.G.D.J., 2009.
- LECLERC (P.)**, *Essai sur le statut juridique des informations*, ministère de la Justice, Paris, 1980.
- LEDOUX (P.)**, *Le droit de vote de l'actionnaire*, préf. P. MERLE, L.G.D.J., 2002.
- LIBCHABER (R.)**, *Recherches sur la monnaie en droit privé*, Préf. P. MAYER, L.G.D.J., 1992.
- LOYRETTE (S.)**, *Le contentieux des abus de marché*, Joly éditions, 2007.
- LUCAS (F.-X.)**, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières – Pour une fiducie de valeurs mobilières*, préf. L. LORVELLEC, L.G.D.J., 1997.
- MACKAAY (E.) et ROUSSEAU (S.)**, *Analyse économique du droit*, Dalloz, 2008.
- MANSOUR (M.)**, *Marchés financiers libres et marchés réglementés*, Thèse Paris I, Dactyl., 2006.
- MARTIN LAPRADE (F.)**, *Concert et contrôle – Plaidoyer en faveur d'une reconnaissance de l'action de concert par le droit commun des sociétés*, Joly éditions, 2007.
- MASSART (T.)**, *Le régime juridique de la cession de contrôle*, Thèse Paris II, 1995.
- MÉADEL (J.)**, *Les marchés financiers et l'ordre public*, préf. Michel GERMAIN, L.G.D.J., 2007.
- MOJUYÉ (J.-B.)**, *Le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux Etats-Unis*, préf. C. JAUFFRET-SPINOSI, L.G.D.J., 2005.
- MOREL (P.)**, *L'utilisation en bourse d'informations privilégiées – Évolution conceptuelle*, Thèse Paris I, 1984.
- MORVAN (P.)**, *Le principe de droit privé*, préf. J.-L. SOURIOUX, éditions Panthéon Assas, 1999.
- MUIR-WATT (H.)**, *La fonction de la règle de conflit de lois*, Thèse Paris II, 1985.
- MULLER (A.-C.)**, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préf. H. SYNDET, Economica, 2007.
- OGUS (A.) et FAURE (M.)**, *Économie du droit : le cas français*, éditions Panthéon Assas, 2002.

- PAILLER (P.)**, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, préf. J.-J. DAIGRE, IRJS éditions, 2011.
- PARACHKÉVOVA (I.)**, *Le pouvoir de l'investisseur professionnel dans les sociétés cotées*, préf. J.-P. GASTAUD, L.G.D.J., 2005.
- PELTIER (F.)**, *Marchés financiers & Droit commun*, Revue Banque édition, 1997.
- PERROT (R.)**, *De l'influence de la technique sur le but des institutions juridiques*, Sirey, 1947.
- PIETRANCOSTA (A.)**, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, Thèse Paris I, 1999.
- POSNER (R.)**, *Economic analysis of Law*, 7th ed., Aspen Publishers, 2007.
- POULLE (J.-B.)**, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise – Le principe se conformer ou expliquer » en droit boursier*, L'Harmattan, 2011.
- PIZZIO (J.-P.)**, *Code de la consommation commenté*, Montchrestien, 2^{ème} éd. 1996.
- REBOUL (N.)**, *Le contrat de conseil*, PUAM, 1999.
- RIPERT (G.)**, *Aspects juridiques du Capitalisme moderne*, 2^e éd., L.G.D.J., 1951.
- ROCHFELD (J.)**, *Les grandes notions du droit privé*, PUF, 2011.
- SAUPHANOR (N.)**, *L'influence du droit de la consommation sur le système juridique*, préf. J. GHESTIN, L.G.D.J., 2000.
- SCHMIDT (D.)**, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme*, nouv. éd., Joly Éditions, 2004.
- SERGAKIS (K.)**, *La transparence des sociétés cotées en droit européen*, Thèse Paris I, 2010.
- SOTIROPOULOU (A.)**, *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit communautaire*, Thèse Paris I - Luxembourg, 2009.
- SPITZ (N.)**, *La réparation des préjudices boursiers*, préf. A. PIETRANCOSTA, Revue Banque édition, 2010.
- TELLER (M.)**, *L'information communiquée par les sociétés cotées : analyse juridique d'une mutation*, Thèse Nice, 2007.
- THELLIER de PONCHEVILLE (B.)**, *La condition préalable de l'infraction*, Thèse Lyon 3, 2006.
- TOMASI (M.)**, *La concurrence sur les marchés financiers – Aspects juridiques*, préf. J.-B. BLAISE, L.G.D.J., 2002.
- TRÉBULLE (F.-G.)**, *L'émission de valeurs mobilières*, préf. Y. GUYON, Economica, 2002.
- VABRES (R.)**, *Comitologie et services financiers - Réflexions sur les sources européennes du droit bancaire et financier*, préf. T. BONNEAU, Dalloz, 2009.
- VIANDIER (A.)**, *La notion d'associé*, préf. F. TERRÉ, L.G.D.J. 1978.
- VIANDIER (A.)**, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 4^e éd., Francis Lefebvre, 2010.

III. ARTICLES, CHRONIQUES ET FASCICULES

- ARESTAN (P.)**, « Le service de « conseil en investissement » de la directive sur les Marchés d'instruments financiers (MIF) – *De l'élaboration des principes à la mise en œuvre opérationnelle* », in *Mélanges AEDBF – France - V*, Revue Banque éditions, 2008, p. 11.
- ARSOUZE (C.)**, « Réflexions sur les propositions du Rapport Coulon concernant le pouvoir de sanction de l'AMF », *Bull. Joly Bourse*, juin. 2008, p. 246.
- ARSOUZE (C.) et LEDOUX (P.)**, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *Bull. Joly Bourse*, juill. 2006, p. 399.
- AUBY (J.-B.)**, « À propos des agences de notation », *Dr. adm.* oct. 2011, repère 9.
- AUBRY (H.) et SAUPHANOR-BROUILLAUD (N.)**, « La protection de l'investisseur par les législations spéciales : quels critères ? », *RDBF*, nov.-déc. 2010, ét. 33.

- AUDIT (M.),** « Aspects internationaux de la responsabilité des agences de notation », *Rev. crit. DIP*, 2011, p. 581.
- BAJ (C.),** « Action de concert et dépôt d'une offre publique d'achat : deux réflexions à la lumière de l'affaire Eiffage », *RDBF*, mai-juin 2008, ét. 9.
- BAJ (C.),** « Action de concert et dépôt obligatoire d'une offre publique d'achat : réflexions à la lumière de l'affaire Eiffage. – L'action de concert dans l'affaire Eiffage : les aspects débattus », *RDBF*, mai-juin 2008, ét. 10.
- BAJ (C.),** « Action de concert et dépôt d'une offre obligatoire : réflexions à la lumière de l'affaire Gecina », *RDBF*, sept.-oct. 2008, ét. 28.
- BARANGER (G.),** « Le rapport spécial du président du conseil d'administration sur le fonctionnement du conseil et les procédures de contrôle interne », *Bull. Joly*, févr. 2004, p. 169.
- BARRIERE (F.),** « Le Grenelle II ou l'art législatif à l'envers ? À propos de certaines dispositions de droit des sociétés », *JCP E* 2010, 1752.
- BASDEVANT (F.),** « Guide du Medef visant à prévenir et gérer les conflits d'intérêts dans l'entreprise », *RTDF* n° 3 – 2011, p. 84.
- BEAUGENDRE (S.),** « L'ordre public dans les rapports locatifs », *D.* 2000. p. 733.
- BERGERAC (M.) et BERNARD (A.),** « Fantaisie à deux voix – A propos de Dominique Schmidt, *Les conflits d'intérêts dans la société anonyme* », *D.* 2000, p. 315.
- BERNARD (E.) et PELTIER (F.),** « Investisseur qualifié – La frontière de l'ordre public de protection en droit des marchés financiers », *RDBB*, sept.-oct. 1998, p. 156.
- BIARD (J.-F.),** « Action de concert et non-conformité d'une offre publique », *RDBF*, sept.-oct. 2008, ét. 29, p. 67.
- BIARD (J.-F.),** « Projet de loi de régulation bancaire et financière », *RDBF*, mars-avril 2010, comm.73, p. 73.
- BIARD (J.-F.),** « Présentation du nouveau régime des offres publiques et de l'action de concert », *RDBF*, nov.-déc. 2010, comm. 229, p. 101.
- BIARD (J.-F.),** « Les agences de notation de crédit », *JCP E* 2011, 1524.
- BIENAYMÉ (A.),** « Droit et économie : *Je t'aime moi non plus* », in *Études de droit privé - Mélanges offerts à Paul DIDIER*, Economica, 2008, p. 11.
- BINEAU (L.),** « Les obligations alternatives en droit privé », *LPA* 6 juin 2002, p. 9.
- BLAUG (M.),** "The Distinction Between Positive and Normative Economics", from *The Methodology of Economics : or, How Economists Explain*, Cambridge University Press, 1980, p.112.
- BLIN-FRANCHOMME (M.-P.),** « De la responsabilité écologique », *RLDA*, févr. 2008, n° 24.
- BOARDMAN (N.) et WENG WONG (H.),** « Public tender offers launched by French companies in United Kingdom », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec 2009, p. 735.
- BOIZARD (M.),** « Les nouvelles obligations d'information des dirigeants envers le marché », *Rev. soc.* 2003, p. 795.
- BONFILS (S.),** « Les obligations de mise en garde au profit des investisseurs et des emprunteurs face aux risques de pertes et de déloyauté », in *Mélanges AEDBF – V*, Revue Revue Banque édition, 2008, p. 59.
- BONNEAU (T.),** « Les fonds communs de placement, les fonds communs de créance et le droit civil », *RTD civ.* 1991, p. 1.
- BONNEAU (T.),** « Typologie des marchés boursiers », in *Le droit boursier en mouvement*, n° spéc. *RJ com.* 2003, p. 9.
- BONNEAU (T.),** « La réforme 2005 des franchissements de seuil », *Bull. Joly Bourse*, nov. 2005, p. 694
- BONNEAU (T.),** « Législation financière et droit communautaire », in *Le Code de commerce 1807-2007 – Livre du Bicentenaire*, Dalloz, 2007, p. 707.
- BONNEAU (T.),** « Information, évaluation et mise en garde », *Dr. sociétés*, sept.-oct. 2007, comm. 185.

- BONNEAU (T.)**, « L'action de concert », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec, 2009, p. 97.
- BONNEAU (T.)**, « Commentaire de l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière », *JCP E* 2009, 1165.
- BONNEAU (T.)**, « Proposition de règlement », *RDBF*, mars-avril 2009, comm. 77.
- BONNEAU (T.)**, « Règlement », *RDBF*, mars-avril 2010, comm. 79.
- BONNEAU (T.)**, « Coup de projecteur sur les agences de notation », *JCP E* 2011, act. 601.
- BONNEAU (T.)**, « Les projets européens relatifs à la lutte contre les abus de marché », *RDBF*, nov.-déc. 2011, ét. 34.
- BOULANGER (J.)**, « Principes généraux du droit et droit positif », in *Le droit privé français au milieu du XXe siècle – Études offertes à Georges RIPERT*, t. 1, L.G.D.J., 1950, p. 51.
- BOUTELLER (P.)**, « La commercialisation des services financiers à distance », *JCP E* 2005, 1859.
- BRUNET (A.) et GHOZI (A.)**, « La fonction du prix en droit de la concurrence », in *Mélanges Christian MOULY*, t. II, Litec, 1998, p. 27.
- BUCHER (F.)**, « Le nouveau dispositif sur les franchissements de seuils après la loi Breton du 26 juillet 2005 », *Bull. Joly* déc. 2005, p. 1307.
- BUISSON (F.)**, « La transposition de la directive européenne Marchés d'instruments financiers (MIF) en droit français », *RTDF* n° 2-2007, p. 6.
- BUREAU (D.)**, « Remarques sur la codification du droit de la consommation », *D.* 1994, p. 291.
- BUREAU (D.)**, « L'extension conventionnelle d'un statut impératif – Contribution du droit international privé à la théorie du contrat », in *Mélanges en l'honneur de Philippe MALAURIE*, Defrénois, 2005, p. 125.
- CAILLEMER du FERRAGE (A.)**, « Les dérivés climatiques ou l'alchimie des temps modernes : comment faire de l'or avec de l'eau », *Banque & Droit*, n° 72, juill.-août 2000, p. 3.
- CALAIS-AULOY (J.)**, « L'influence du droit de la consommation sur le droit commun des contrats », *RTD civ.* 1994, p. 239.
- CAPELLE-BLANCARD (G.) et COUPPEY-SOUBEYRAN (J.)**, « L'intermédiation bancaire et financière », in *Les systèmes financiers, Mutations, crises et régulation*, dir. C. de BOISSIEU, 2^e éd., Economica, 2006, p. 33.
- CARBONNIER (J.)**, « Propos introductifs », in *La transparence*, dir. C. LUCAS de LEYSSAC, n° spéc. *RJ com.* 1993, p. 9.
- CARDON (C.)**, « L'augmentation de capital par placement privé issue de l'ordonnance du 22 janvier 2009 », *RTDF* n° 1/2 – 2009, p. 45.
- CARLTON (D. W.) & FISCHER (D.)**, « The Regulation of Insider Trading », 35 *Stan. Law Rev.* 857 (1983), p. 857.
- CATALA (P.)**, « La transformation du patrimoine dans le droit civil moderne », *RTD civ.* 1966, p. 185.
- CATALA (P.)**, « Ébauche d'une théorie juridique de l'information », *D.* 1984, Chron. p. 97.
- CATALA (P.)**, « La « propriété de l'information », in *Mélanges offerts à Pierre Raynaud*, Dalloz Sirey 1985, p. 97.
- CAUSSE (H.)**, « De la notion de consommateur », in *Après le Code de la consommation, grands problèmes choisis*, Actes du colloque du 24 février 1994 de l'Université de Reims, dir. J. CALAIS-AULOY, Litec, p. 33.
- CAUSSE (H.)**, « Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier », in *Mélanges en l'honneur de Dominique SCHMIDT*, Joly Éditions, 2005, p. 147.
- CAUSSE (H.)**, « Responsabilité boursière : nouvelle donne pour la distribution financière et la gestion de patrimoine », *RDBF*, juill.-août 2008, ét. 17.
- CHAPUT (Y.)**, « La transparence : clair-obscur juridique d'un concept économique », in *Entreprise : l'information et la rumeur*, n° spéc. *RJ com.* 2005, p. 7.
- CHAPUT (Y.)**, « Contrôle et responsabilité de la notation financière : les agences de Rating en droit français », *RIDC* 2-2006, p. 493.

- CHAZAL (J.-P.)**, « Le consommateur existe-t-il ? », *D.* 1997, chron., p. 260.
- CLERC (C.)**, « La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations », *RTDF* n° 1 – 2007, p. 31.
- CLERC (C.)**, « Prêts de titres et opérations assimilées : la question du vote vide », *RTDF* n° 1-2008, p. 15.
- CLERMONTÉL (P.) et DORNIC (B.)**, « L'émergence d'une notion autonome de placement privé », *RDBB*, nov.-déc. 1998, p. 220.
- COASE (R.)**, «The Problem of Social Cost», *Journal of Law and Economics*, vol. 3, 1960, p. 1.
- COHEN (E.)**, « Défaillance de la chaîne informationnelle ou crise des modes de contrôle des entreprises », in *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, Association d'économie financière, Montchrestien, 2002, p. 75.
- COHEN-BRANCHE (M.)**, « La Cour de cassation, la finalité de la loi et la nouvelle protection de l'investisseur », *Bull. Joly Bourse*, janv. 2011, p. 56.
- CONAC (P.-H.)**, « La responsabilité civile des agences de notation en droit américain et en droit français », Annexe 3, in *Agences de notation, immobilier et contrats publics – Contribution sur l'attractivité économique du droit*, dir. B. DU MARAIS, *La documentation française*, 2007, p. 84.
- CONAC (P.-H.)**, « La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux Etats-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information », *Bull. Joly Bourse*, mai 2007, p. 358.
- CONAC (P.-H.)**, « L'incidence de la directive 2007/14/CE du 8 mars 2007 en matière de franchissement de seuils », *RTDF* n° 3 - 2007, p. 7.
- CONAC (P.-H.)**, « Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissements de seuils en droit boursier présentée », *Rev. soc.* 2011, p. 589.
- CONAC (P.-H.)**, « Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive n° 2004/109/CE », *Rev. soc.* 2012, p. 58.
- CONAC (P.-H.)**, *Rép. sociétés*, V° « Franchissement de seuils ».
- COUPEZ (F.) et VERBIEST (T.)**, « Commercialisation à distance des services financiers : bilan d'un nouveau cadre juridique », *D.* 2006, p. 3057.
- COURET (A.)**, « Le gouvernement d'entreprise : la *corporate governance* », *D.* 1995, p. 163.
- COURET (A.)**, « Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation », *Rev. soc.* 2003, p. 765.
- COURET (A.)**, « La méconnaissance des obligations de franchissement de seuils », *RJDA* 3/2004, p. 227.
- COURET (A.)**, « Transparence, indépendance de l'opinion et chaîne de sécurité de l'information », in *Mélanges en l'honneur de Dominique SCHMIDT*, Joly éditions, 2005, p. 167.
- COURET (A.)**, « Propos introductifs », in *Conflits d'intérêts en droit financier*, dossier du *Journal des sociétés*, févr. 2009, p. 14.
- COURET (A.)**, « The “comply or explain” principle : From a simple financial markets regulation to a wide method of regulation », *RTDF* n° 4 – 2010, p. 4.
- COUTURIER (G.)**, « Les finalités et les sanctions du formalisme », *Deffrénois*, p. 880.
- COZIAN (M.)**, « Propos désobligeants sur une « tarte à la crème » : l'autonomie et le réalisme du droit fiscal », *JCP G* 1984, I, 3005.
- CROS (M.-L.)**, « Les contrats à exécution échelonnée », *D.* 1989, chron. p. 49.
- CUIF (P.-F.)**, « Le conflit d'intérêts – Essai sur la détermination d'un principe juridique de droit privé », *RTD com.*, 2005, p. 1.
- CUIF (P.-F.)**, « Généralités sur la notion de conflit d'intérêts et leur traitement », *Journal des sociétés*, mars 2006, p. 25.
- DAIGRE (J.-J.)**, « Une nouvelle profession : analyste financier », *RDBF*, juill.-août 2002, p. 175.
- DAIGRE (J.-J.)**, « De la sélection discrétionnaire des investisseurs lors d'une introduction ou d'une émission en bourse », in *Mélanges AEDBF IV*, Revue Banque édition, 2004, p. 135.

- DAIGRE (J.-J.)**, « L'analyse financière, une nouvelle activité réglementée », in *Droit et actualité – Études offertes à Jacques BÉGUIN*, Litec 2005, p. 231.
- DAIGRE (J.-J.)**, « La responsabilité du banquier en matière de prestations de services d'investissement », *RDBF*, nov.-déc. 2006, p. 90.
- DAIGRE (J.-J.)**, « Régulation de l'analyse financière indépendante », *RTDF* n° 3-2007, p. 141.
- DAIGRE (J.-J.)**, « L'obligation prétorienne de mise en garde a-t-elle vocation à survivre ? », *RTDF* n° 4 – 2009, p. 108.
- DAIGRE (J.-J.)**, « La transaction par la petite porte », *Bull. Joly Bourse*, sept. 2010, p. 367.
- DAIGRE (J.-J.)**, « Avant-propos », au dossier *La loi de régulation bancaire et financière, une réponse à la crise*, *Bull. Joly Bourse*, févr. 2011, p. 113.
- DAIGRE (J.-J.)**, **BOMPOINT (D.)** et **BASDEVANT (F.)**, « L'introduction en bourse », *Actes pratiques*, mai-juin 1999, p. 4.
- DAIGRE (J.-J.)** et **FRANÇOIS (B.)**, « Commentaire de l'ordonnance du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne », *Rev. soc.* 2009, p. 3.
- DAIGRE (J.-J.)** et **FRANÇOIS (B.)**, « La société par actions simplifiées : une société pouvant faire appel au marché ? », *Rev. soc.* 2010, p. 11.
- DARAGON (E.)**, « Étude sur le statut juridique de l'information », *D.* 1998, p. 63.
- DEATS (C.)**, « Talk that isn't cheap : Does the First Amendment protect Credit Rating Agencies' Faulty Methodologies from Regulation ? », *Col. Law Rev.* Vol. 110, nov. 2010, p. 1818.
- DE LA ASUNCION-PLANES (K.)**, « La personne morale peut-elle être protégée par le droit de la consommation ? », *LPA*, 3 mars 2010, p. 3.
- DECOCQ (G.)**, « Réflexions sur l'influence doctrinale », in *Libres propos sur les sources du droit - Mélanges en l'honneur de Philippe JESTAZ*, Dalloz, 2006, p. 111.
- DEFFAINS (B.)** et **STASIAK (F.)**, « Les préjudices résultant des infractions boursières : approches juridique et économique », in *Le droit au défi de l'économie*, dir. Y. CHAPUT, Publications de la Sorbonne, 2002, p. 177.
- DELSOL (H.-L.)**, « Vie et mort de la garantie de cours », *Bull. Joly Bourse*, 2011, p. 392.
- DETHOMAS (A.)**, « Les nouvelles obligations en matière de franchissements de seuils », *RDBF*, janv.-févr. 2007, ét. 4.
- DEUMIER (P.)**, « Les sources de l'éthique des affaires – Codes de bonne conduite, chartes et autres règles éthiques », in *Mélanges en l'honneur de Philippe LE TOURNEAU*, Dalloz, 2008, p. 337.
- DIDIER (P.)**, « Brèves notes sur le contrat-organisation », in *L'avenir du droit – Mélanges en hommage à François TERRÉ*, Dalloz, PUF, Juris-Classeur, 1999, p. 635.
- DILLON (T. J.)** et **EBENROTH (C. T.)**, « The rating game: an analysis of rating agencies in the United States », *Journal of International Banking Law (JIBL)*, 1993, p. 174.
- DJEHANE (Y.)**, « Le calendrier des offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec 2009, p. 451.
- DONDERO (B.)**, « Les conseillers en investissements financiers », *LPA* 14 novembre 2003, p. 58.
- DONDERO (B.)**, « Pour une transparence ponctuelle de la rémunération des mandataires sociaux des sociétés anonymes non cotées », *LPA* 27 avril 2004, p. 6.
- DONDERO (B.)**, « La rémunération des dirigeants sociaux », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise*, dir. V. MAGNIER, préf. P. MARINI, L.G.D.J.-Lextenso, 2010, p. 111.
- DONDERO (B.)**, **HASCHKE-DOURNAUX (M.)**, **SYLVESTRE (S.)**, « Les agences de notation », *Actes pratiques Sociétés* nov.-déc. 2004, p. 5.
- DOUVRELEUR (O.)**, « La réglementation des "recommandations d'investissement produites ou diffusées dans le cadre d'une activité journalistique" », *RTDF* n° 2-2006, p. 116.
- DOUVRELEUR (O.)**, « Les récentes modifications du règlement général de l'AMF transposant la directive « Transparence », *RTDF* N°3 – 2006, p. 153.

- DOUVRELEUR (O.),** « L'information financière sur les sociétés cotées : le devoir de parler », *RTDF*, n°3 – 2007, p. 4.
- DOUVRELEUR (O.),** « L'analyse financière indépendante : le nouveau cadre réglementaire », *RTDF* n° 3-2007, p. 143.
- DOUVRELEUR (O.),** « Appel public à l'épargne sans offre au public : le nouveau compartiment professionnel du marché réglementé », *RTDF* n° 2 – 2008, p. 4.
- DOUVRELEUR (O.),** « Franchissement de seuils : la transposition réglementaire de la directive d'exécution du 8 mars », *RTDF* n° 2, 2008, p. 89.
- DOUVRELEUR (O.),** « Le nouveau compartiment professionnel du marché réglementé », in *Mélanges AEDBF V*, Revue Banque édition, 2009, p. 155.
- DRAI (E.),** « Responsabilité sociétale des entreprises : un mouvement créateur de valeur », *LPA* 14 mars 2008, p. 4.
- DRUMMOND (F.),** « Le contrat comme instrument financier », in *L'avenir du droit – Mélanges en hommage à François TERRÉ*, Dalloz, PUF, Juris-Classeur, 1999, p.661.
- DRUMMOND (F.),** « L'information des actionnaires et des investisseurs », in *Entreprise : l'information et la rumeur*, n° spéc. *RJ com.* 2005, p. 15.
- DRUMMOND (F.), GISSINGER (P.), TATAR (S.), ISRAEL (H.),** « Le rachat d'actions », *Actes Pratiques Sociétés*, sept.-oct.2005, p. 5.
- DRUMMOND (F.), SCHMIDT (Y.), HUSSON (B.),** « Le prix dans les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec 2009, p. 379.
- DUBERTRET (M.),** « Filiale commune et franchissement de seuils », *RTDF* n° 1/2 – 2009, p. 66.
- DUMOULIN (L.),** « le devoir de mise en garde de l'investisseur », *RDBF*, nov.-déc. 2007, p. 102.
- ENDREO (G.) et CLERMONTEL (P.),** « Placement privé et appel public à l'épargne », *RDBB*, mai-juin 1992, p. 91.
- EXPERTON (M.-J.),** « L'investisseur qualifié », *Bull. Joly Bourse*, 1999, p. 140.
- FAGES (B.),** « Rôle, valeur et bon usage des codes de gouvernement d'entreprise », *Bull. Joly*, avril 2009, p. 428.
- FAMA (E. E.),** « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work », *25 Journ. Of Fin.* 383 (1970).
- FARJAT (G.),** « Réflexions sur les codes de conduite privés », in *Le droit des relations économiques internationales – Études offertes à Berthold GOLDMAN*, Litec, 1982, p. 47.
- FLOUR (J.),** « Quelques remarques sur l'évolution du formalisme », in *Le droit privé français au milieu du XXe siècle – Études offertes à Georges RIPERT*, t. 1, L.G.D.J., 1950, p. 93.
- FRISON-ROCHE (M.-A.),** « La distinction entre sociétés cotées et non cotées », in *Mélanges AEDBF - France*, Revue Banque édition, 1997, p. 189.
- FRISON-ROCHE (M.-A.),** « Le droit financier entre volontés et informations », in *Prospectives du droit économique – Dialogues avec Michel JEANTIN*, Dalloz, 1999, p. 11.
- FRISON-ROCHE (M.-A.),** « Peut-on établir des analogies opératoires entre droit de la concurrence et droit boursier ? », *LPA* 21 juill.1999, p. 8.
- FRISON-ROCHE (M.-A.),** « Le droit d'accès à l'information ou le nouvel équilibre de la propriété », in *Le droit privé français – Études offertes à Pierre CATALA*, Litec, 2001, p. 759.
- FRISON-ROCHE (M.-A.),** « La constitution d'un droit répressif *ad hoc* entre système juridique et système économique et financier », in *La justice pénale face à la délinquance économique*, Dalloz, 2001, p. 17.
- FRISON-ROCHE (M.-A.),** « Qu'est-ce qu'un prix? Du droit des contrats au droit de la régulation », *LPA* 6 mai 2010, p. 13.
- FRISON-ROCHE (M.-A.),** « Les présupposés du Livre vert de la Commission européenne sur l'audit », *Bull. Joly Bourse*, janv. 2011, p. 47.
- GAILLARD (E.),** « Le droit français des délits d'initié », *JCP G* 1991, I. 3516.

- GAILLARD (E.) et PINGEL (I.)**, « Les opérations d'initiés dans la Communauté économique européenne », *RTDE* 1990, p. 329.
- GALLOUX (J.-C.)**, « Ébauche d'une définition juridique de l'information », *D.* 1994, p. 229.
- GASSIN (R.)**, « Lois spéciales et droit commun », *D.* 1961, p. 91.
- GAUDEMET (A.)**, « Risque de système : une perspective historique », *RTDF* n° 3 – 2010, p. 97.
- GAUDEMET (A.)**, « L'irruption de LVMH dans le capital d'Hermès », *D.* 2010, p. 2640.
- GAVALDA (C.)**, « Le secret des affaires », in *Mélanges offerts à René SAVATIER*, Dalloz, 1965, p. 291.
- GEBLER (M.-J.)**, « Les obligations alternatives », *RTD civ.* 1969, p. 1.
- GEENS (K.), M. WYCKAERT (M.) et PARISIS (G.)**, « Les offres publiques initiées par une société française en Belgique – Principales caractéristiques et modalités de transposition de la directive », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec 2009, p. 685.
- GERMAIN (M.)**, « Les déclarations de franchissement de seuils », *RDBB*, 1990, p. 20.
- GERMAIN (M.)**, « Transparence et information », *LPA*, 19 nov. 1997, p. 16.
- GERMAIN (M.)**, « Sociologie de la dématérialisation », in *L'argent et le droit*, *Arch. phil. droit.* 42 (1997), p. 105.
- GERMAIN (M.) et PÉNICHON (C.)**, *LPA*, 26 déc. 2005, Chronique de droit de la régulation, p. 5.
- GERVAIS (A.)**, « Quelques réflexions à propos de la distinction des « droits » et des « intérêts », in *Mélanges en l'honneur de Paul ROUBIER : Théorie générale du droit et droit transitoire*, t.1, Dalloz, Sirey, 1961, p. 241.
- GOUNOT (E.)**, « Essai d'application de l'analyse économique du droit à la réglementation boursière des opérations d'initiés », *RSC* 2000, p. 335.
- GOURIO (A.)**, « Adoption de la directive sur la commercialisation à distance des services financiers aux consommateurs », *JCP E* 2002, act. 234.
- GOYET (C.)**, « Dérivés d'actions, fraude à la réglementation boursière et action de concert », in *Défis actuels du droit financier*, dir. A. COURET et C. MALECKI, Joly éditions, 2010, p. 207.
- GRANIER (T.)**, « Proposition d'une nouvelle directive concernant les services d'investissement et les marchés réglementés », *Bull. Joly Bourse*, juill. 2003, p. 413.
- GRANIER (T.)**, « La commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs : une rencontre entre le droit financier et le droit de la consommation », *Bull. Joly bourse*, janv. 2006, p. 7.
- GRANIER (T.)**, « Financements structurés et encadrement juridique des agences de notation », *RTDF* n° 3-2007, p. 135.
- GRANIER (T.)**, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 », *RDBF*, mars-avril 2009, ét. 10.
- GRILLIER (F.) et SEGAIN (H.)**, « Franchissements de seuils : réglementation applicable et évolutions souhaitables », *RTDF* n° 4 – 2007, p. 20.
- GRUA (F.)**, « Les divisions du droit », *RTD civ.* 1993, p. 59.
- HAYEK (F. A.)**, "Economics and Knowledge", *Economica*, New Series Volume 4, Issue 13, Feb. 1937, p.33.
- HÉROUVILLE (J.-G. d')**, « La notion d'investisseur averti », *Banque & Droit* 1998, p. 20.
- HINFRAY (A.) et HINFRAY (B.)**, « La responsabilité sociale des entreprises », *Gaz. Pal.* 12 oct.2002, p. 1466.
- HOVASSE (H.)**, « Investisseurs qualifiés et cercle restreint d'investisseurs », *RDBB*, nov.-déc. 1998, p. 192.
- HUET (J.)**, « Éléments de réflexion sur le droit de la consommation », *LPA*, 8 nov.2001, p. 4.
- JEAMMAUD (A.)**, « De la polysémie du terme « principe » dans les langages du droit et des juristes », in *Les principes en droit*, dir. S. CAUDAL, *Economica* 2008, p.49.
- JEANTIN (M.)**, « Le droit financier des biens », in *Prospectives du droit économique – Dialogues avec Michel JEANTIN*, Dalloz, 1999, p. 3.
- JESTAZ (P.)**, « Genèse et structure du champ doctrinal », *D.* 2005, chron. p. 19.

- JOBART (Y.) et PUJOS (M.),** « Le principe de transparence sur les marchés financiers : rempart contre les prises de contrôle rampantes », *RTDF* n° 3 – 2011, p. 50.
- JOSSERAND (L.),** « L'essor moderne du concept contractuel », in *Recueil d'études sur les sources du droit en l'honneur de François GÉNY: Les sources générales des systèmes juridiques actuels*, t. II, 1934, Sirey, p. 333.
- JOURDAIN (P.),** « Le devoir de « se » renseigner (Contribution à l'étude de l'obligation de renseignement) », *D.* 1983, Chron. p. 139.
- JUGLART (M. de),** « L'obligation de renseignements dans les contrats », *RTD civ.* 1945, p. 1.
- KADDOUCH (R.),** « La déclaration de franchissement de seuils : un exemple de transparence en matière boursière », *RDBF* janv.-févr. 2005, p. 54.
- KAPFERER (J.-N.),** « La nécessaire rumeur financière », *La lettre de la rue Saint Guillaume*, n° 34, févr. 2004, p. 40.
- KLING (G.),** « L'information du marché par les commissaires aux comptes, les analystes financiers et les agences de notation », in *Le droit boursier en mouvement*, n° spéc. *RJ com.* 2003, p. 125.
- LACROIX (F.),** « L'échec des dispensateurs de confiance », *RDBF*, janv.-févr. 2009, étude 5.
- LAGARDE (X.),** « Observations critiques sur la renaissance du formalisme », *JCP G* 1999, I, 170.
- LAGARDE (X.),** « Le droit des marchés présente-t-il un particularisme ? », *JCP G* 2005, I, 182.
- LAGARDE (X.),** « L'acte d'investissement – Du contrat à l'acte juridique », in *Les concepts émergents en droit des affaires*, dir. É. LE DOLLEY, L.G.D.J.-Lextenso 2010, p. 281.
- LARGUIER (J.),** « La preuve d'un fait négatif », *RTD civ.* 1953, p. 1.
- LASSERRE-CAPEDEVILLE (J.),** « Le délit de communication d'une information privilégiée : vingt ans après », *Bull. Joly Bourse*, janv. 2009, p. 69.
- LECOURT (B.),** « Audit légal des états financiers dans l'Union européenne : vers de nouvelles réformes », *Rev. soc.* 2011, p. 320.
- LEDOUBLE (D.),** « Perte de chance : pour sortir des formules creuses », *RTDF* n° 1/2 – 2011, p. 87.
- LEGEAIS (D.),** « Modification de la réglementation relative au démarchage bancaire et financier », *RTD com.* 2003, p. 788.
- LEPAGE (A.),** « Les paradoxes du formalisme informatif », in *Études de droit de la consommation - Mélanges Jean CALAIS-AULOY*, Dalloz, 2003, p. 597.
- LÉVY (M.), SERVAN-SCHREIBER (P.), VEIL (J.),** « Information et communication dans les offres publiques », in *Les offres publiques d'achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec 2009, p. 517.
- LE BARS (B.),** « Adoption d'un statut des services d'analyse financière et des agences de notation », *LPA* 14 nov. 2003, p. 63.
- LE BARS (B.),** « La gouvernance environnementale », *Revue Environnement*, juin 2009, dossier 9.
- LE CANNU (P.),** « L'action de concert », *Rev. soc.* 1991, p. 675.
- LE CANNU (P.),** « Société par actions simplifiée et action de concert », *Bull. Joly Bourse*, 1994, p. 325.
- LE CANNU (P.),** « Le droit financier existe-t-il ? », *LPA*, 26 avril 2004, p. 4.
- LE CANNU (P.) et DONDERO (B.),** « Les sanctions d'une représentation déséquilibrée des sexes au conseil d'administration (observations complémentaires sur la loi numéro 2011-103 du 27 janvier 2011, relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance et à l'égalité professionnelle) », *RTDF* n° 1/2 – 2011, p. 105.
- LE FUR (A.-V.),** « La protection de l'investisseur par le droit des biens. La notion de bien financier », *RDBF* n° 6, nov. 2010, ét. 32.
- LE GRIS (I.) et OSSA-DAZZA (M.-L.),** « Objectifs et enjeux de la directive n° 2003/71/CE », *Bull. Joly Bourse*, janv. 2005, p. 5.
- LE NABASQUE (H.),** « Franchissements de seuils : les « titres assimilés », *RTDF*, n° 3, 2007, p. 13.

- LE NABASQUE (H.),** « Loi « Coppé-Zimmerman » n° 2011-103 relative à la représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration et de surveillance (de certaines sociétés) et à l'égalité professionnelle – Une loi dont l'application différée doit être anticipée », *Rev. soc.* 2011, p. 454.
- LE NABASQUE (H.),** « La mort – annoncée – des equity swaps ? », *RDBF*, nov.-déc. 2011, rep. 6.
- LE TOURNEAU (P.),** « De l'allègement de l'obligation de renseignement ou de conseil », *D.* 1987, Chron. p.101.
- LIBCHABER (R.),** « La recodification du droit des biens », in *Le Code civil 1804-2004 – Livre du Bicentenaire*, Dalloz Litec, 2004, p. 297.
- LINANT de BELLEFONDS (X.),** « L'information en tant qu'objet de droit en France », *RIDC* 1991, n° spéc., vol. 13, *Journées de la société de législation comparée*, p. 43.
- LOY (M.),** « La réforme juridique des déclarations de franchissement de seuils – Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie », *JCP E* 2005, 1285.
- LUCAS de LEYSSAC (C.),** « L'obligation de renseignements dans les contrats », in *L'information en droit privé – Travaux de la conférence d'agrégation*, dir. Y. LOUSSOUARN et P. LAGARDE, L.G.D.J., 1978, p. 305.
- LUCAS de LEYSSAC (C.) et PARLEANI (G.),** « Le démarchage bancaire et financier », *Rev. soc.* 2003, p. 719.
- LUCAS de LEYSSAC (M.-P.),** « Une information seule est-elle susceptible de vol ou d'une autre atteinte juridique aux biens ? », *D.* 1985, chron., p. 43.
- MACKAAY (E.),** « La règle juridique observée par le prisme de l'économiste – Une histoire stylisée de l'analyse économique du droit », *RIDE* 1986, vol. 1, p. 44.
- MAGNIER (V.),** « Les sanctions du formalisme », 2004, I, 106.
- MAGNIER (V.),** « Le principe « se conformer ou expliquer », une consécration en trompe l'œil ? », *JCP E* 2008, act. 280.
- MAGNIER (V.),** « Information boursière et préjudice des investisseurs », *D.* 2008, p. 558.
- MAGNIER (V.),** « Les manquements des sociétés cotées à la règle de conformité », *JCP E* 2010, 1234.
- MAGNIER (V.),** « La règle de conformité ou l'illustration d'une acculturation méthodologique complexe », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, dir. V. MAGNIER, préf. P. MARINI, L.G.D.J.-Lextenso, 2010, p. 249.
- MAINGUY (D.),** « Réflexions sur la notion de produit en droit des affaires », *RTD com.* 1999, p. 47.
- MAISON-BLANCHE (C.),** « La mise en place de compartiments réservés aux émetteurs s'introduisant sur les marchés français sans offre au public : réflexions diverses et articulations avec la notion d'appel public à l'épargne au sens du Code monétaire et financier », *RTDF* n°4 – 2007, p. 134.
- MAISON-BLANCHE (C.),** « L'investisseur raisonnable : un concept mou à des fins répressives », *RTDF* n° 4 - 2009, p.51.
- MAISON-BLANCHE (C.) et BARAT (A.),** « La nouvelle obligation de transparence sur les opérations de détentions temporaires avant la tenue des assemblées : Réflexions préliminaires », *RTDF* n° 1/2 – 2011, p. 80.
- MAISON-BLANCHE (C.) et LECAT (D.),** « Essai de synThèse sur les sanctions en cas de violation de l'obligation de déclaration de franchissements de seuils dans le capital et les droits de vote des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé », *RTDF* n° 3 - 2007, p. 146.
- MALINVAUD (P.),** « La protection des consommateurs », *D.* 1981, chron. p. 49.
- MALECKI (C.),** « Informations sociales et environnementales : de nouvelles responsabilités pour les sociétés cotées ? », *D.* 2003, p. 818.
- MALECKI (C.),** « Pour que gouvernance d'entreprise écologique rime avec éthique », *D.* 2008, p. 1774.
- MALECKI (C.),** « Les recommandations de l'AMF sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale », *JCP E* 2010, 2140.
- MALECKI (C.) et MAGNIER (V.),** « La régulation des conflits d'intérêts : les impulsions européennes », in *Conflits d'intérêts en droit financier*, dossier du *Journal des sociétés*, févr. 2009, p. 37.
- MALLET-POUJOL (N.),** « Appropriation de l'information : l'éternelle chimère », *D.* 1997, p. 330.

- MANNE (H.)**, “Mergers and the market for corporate control”, *Journal of Political Economy* (vol.73), 1965, p. 110.
- MANNE (H.)**, “Insider trading and the stock market”, *New York Free Press, Collier-Macmillan Ltd.* 1966.
- MARÉCHAL (A.)**, « La portée de la sanction de suspension des droits de vote en cas d’absence de déclaration régulière des franchissements de seuils », *Bull. Joly Bourse*, 2004, p. 323.
- MARTIN (D.)**, « De la causalité dans la responsabilité civile du prêteur », *Banque & Droit*, n° 68, nov.-déc. 1999, p. 3.
- MARTIN (D.)**, « Quelques réformes souhaitables de la directive abus de marché », *RTDF* n° 2-2010, p. 30.
- MARTIN (D.) et ANGEL (K.)**, « Réflexions sur la mise à disposition du public d’une information privilégiée », *Bull. Joly Bourse*, mai 2010, p. 274.
- MARTIN (D.)**, **B.-O. BECKER (B.-O.)**, **GIULIANI (G.)**, Chron. *RTDF* n° 1 - 2010, p. 92.
- MARTIN (D.) et CHEKROUN (L.)**, « Le cadre juridique de l’analyse financière », *RTDF* n° 2-2008, p. 37.
- MARTIN (D.) et MOLFESSIS (N.)**, « Offres publiques d’acquisition – Les mesures de défense anti-OPA », in *Les offres publiques d’achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN, N. MOLFESSIS, Litec 2009, p. 573.
- MARTIN (D.) et SERVAN-SCHREIBER (P.)**, « Les offres publiques internationales », in *Les offres publiques d’achat*, dir. G. CANIVET, D. MARTIN et N. MOLFESSIS, n° 1636 et s., p. 833.
- MARTIN LAPRADE (F.)**, « L’indépendance de l’opinion », in *Conflits d’intérêts en droit financier*, dossier du *Journal des sociétés*, févr. 2009, p. 17.
- MARTIN LAPRADE (F.)**, « La politique de sanction du régulateur : répression ou réparation ? », *Bull. Joly Bourse* n° spécial, déc. 2009, p. 439.
- MARTIN LAPRADE (F.)**, « Commentaires sur la proposition de loi du sénateur Marini incluant les *equity swaps* dans le calcul des franchissements de seuils », *Bull. Joly*, oct. 2011, p. 837.
- MARTY (G.)**, « La relation de cause en effet comme condition de la responsabilité civile », *RTD civ.* 1939, p. 685.
- MASON (A.)**, **FLANDIN (G.)**, **BOUQUIS (S.)**, « Des récentes affaires impliquant l’usage des dérivés d’actions », *RTDF* n° 3-2011, p. 36.
- MATTOUT (J.-P.) et MOUY (S.)**, « La notation », *Bull. Joly Bourse*, 1994, p. 441.
- MAYAUD (Y.)**, « La résistance du droit pénal au préjudice », in *Les droits et le droit – Mélanges dédiés à Bernard Bouloc*, Dalloz, 2007, p.807.
- MAZEAUD (D.)**, « Plaidoyer en faveur d’une règle générale sanctionnant l’abus de dépendance en droit des contrats », *Études de droit privé – Mélanges offerts à Paul DIDIER*, Economica 2008, p. 325.
- MERCIER (V.)**, « La loi Grenelle II étend le champ d’application de l’obligation de présenter un bilan social et environnemental », *Bull. Joly*, janv. 2011, p. 69.
- MERCIER (V.)**, « Responsabilité sociétale des entreprises : une remise en cause de la loi Grenelle II par la loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière », *Bull. Joly*, févr. 2011, p. 103.
- MERCIER (V.)**, « Responsabilité sociétale des entreprises et droit des sociétés : entre contrainte et démarche volontaire », *Dr. sociétés*, avril 2011, étude 6.
- MERVILLE (A.-D.)**, « Des agents de change aux différentes professions des marchés financiers (dans l’ancien Code de commerce : art.74 à 76, 81 à 90) », in *D’un Code à l’autre : le droit commercial en mouvement*, dir. P. LE CANNU, L.G.D.J. 2008, p. 289.
- MONTCEL (J.)**, « Étude sur le manquement de manipulation de cours » in *Dossier : le droit des manquements boursiers*, *RTDF* n° 3-2010, p. 43.
- MORET-BAILLY (J.)**, « Règles déontologiques et fautes civiles », *D.* 2002, p. 2820.
- MORET-BAILLY (J.)**, « Définir les conflits d’intérêts », *D.* 2011, p. 1101.
- MOULIN (J.-M.)**, « Le principe d’égalité devant l’information dans le système répressif », *Bull. Joly Bourse*, mars 2000, p. 117.
- MOULIN (J.-M.)**, « L’investisseur averti », in *Mélanges AEDBF – V*, Revue Banque édition, 2008, p. 313.

- MOULIN (J.-M.),** « Conflits d'intérêts chez les agences de notation », *Bull. Joly Bourse* n° spécial décembre 2008, p. 580.
- MOUSSERON (J.-M.),** « Valeurs, biens, droits », in *Mélanges en hommage à André BRETON et Fernand DERRIDA*, Dalloz 1991, p. 277.
- MULLER (A.-C.),** « Modification de Règlement général AMF », *RDBF*, mai-juin 2007, comm. 129.
- MULLER (A.-C.),** « Offres publiques et action de concert », *RDBF*, mars-avril 2011, dossier 11.
- NAVARRO (J.-L.),** « Le rapport sur les procédures de contrôle interne : de la loi du 1^{er} août 2003 à la loi du 26 juillet 2005 », *Bull. Joly*, janv. 2006, p. 135.
- NGUYEN THANH-BOURGEOIS (D.),** « Les contrats entre professionnels et consommateurs et la portée de l'ordre public dans les lois Scrivener », *D.* 1984. p. 91.
- NUSSENBAUM (M.),** « La formation des cours boursiers », in *Le droit boursier en mouvement*, n° spéc. *RJ com.* 2003, p. 83.
- OHL (D.),** « L'utilisation des dérivés formés sur des actions pour prendre le contrôle d'une société cotée », *Bull. Joly Bourse*, 2009, p. 332.
- OMAGGIO (A.),** « Ordonnance du 30 janvier 2009 : regard critique sur la réforme relative aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions », *Dr. sociétés*, avril 2009, prat. 4.
- OPPETIT (B.),** « Éthique et vie des affaires », in *Mélanges offerts à André COLOMER*, Litec, 1993, p. 319-333.
- OPPETIT (B.),** « L'ascension des principes généraux : l'exemple du droit international privé », in *Droit et modernité*, PUF, 1998, p. 83.
- OPPETIT (B.),** « Droit et économie », in *Droit et modernité*, PUF, 1998, p. 171.
- OSMAN (F.),** « Avis, directives, codes de bonne conduite, recommandations, déontologie, éthique, etc. : réflexion sur la dégradation des sources privées du droit », *RTD civ.* 1995, p. 509.
- PACLOT (Y.),** « La leçon de l'affaire EADS », *RDBF*, mars 2010, alerte 5.
- PACLOT (Y.),** « L'article L.621-15 toujours recommencé... », *RDBF*, nov. 2010, alerte 24.
- PACLOT (Y.),** « La juridicité du code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées », *Rev. soc.* 2011, p. 395.
- PASSA (J.),** « La propriété de l'information : un malentendu ? », *Dr. & Patr.*, mars 2001, p. 64.
- PELTIER (F.) et MAISON-BLANCHE (C.),** « Déclarations de franchissement de seuils – les solutions françaises en matière de transparence sur la détention de contrats financiers dérivés », *JCP E* 2009, 1509.
- PÉNICHON (C.),** « Obligations et responsabilité des prestataires de services d'investissement », in *Le droit boursier en mouvement*, n° spéc. *RJ com.* 2003, p. 48.
- PÉRÈS (C.),** « Rapport introductif », in *L'efficacité économique en droit*, dir. S. BOLLÉE, Y.-M. LAITHIER, C. PÉRÈS, Economica, 2010, p. 1.
- PERREAU (E.-H.),** « Une évolution vers un Statut légal des Contrats », in *Recueil d'études sur les sources du droit en l'honneur de François GÉNY : Les sources générales des systèmes juridiques actuels*, Sirey, 1934, t. II, p. 356.
- PEZARD (A.),** « Conflits d'intérêts », *RTDF* n° 2 – 2006, p. 112.
- PIEDELIEVRE (S.),** « La commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs », *RDBF*, 2005, p. 28.
- PIERRET (J.-P.),** « La profession d'analyste financier », *RLDA*, suppl. au n° 63, sept.2003, n° 63, p. 21.
- PIETRANCOSTA (A.),** « Les dispenses de prospectus d'admission sont-elles légales ? », *Bull. Joly Bourse* 1998, p. 615.
- PIETRANCOSTA (A.),** « Transparence des sociétés cotées », *RDBF*, mai-juin 2003, p. 176.
- PIETRANCOSTA (A.),** « Refonte des dispositions réglementaires relatives aux OPA », *RTDF* n° 3 – 2006, p. 1.
- PIETRANCOSTA (A.),** « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* n° 3 – 2007, p. 21.

- PIETRANCOSTA (A.)**, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance du 22 janvier 2009 », *RTDF*, n° 1/2, 2009, p. 18.
- PIETRANCOSTA (A.)**, « La révision de la directive Prospectus », *RTDF* n° 3 – 2011, n° 6, p. 45.
- PIETRANCOSTA (A.)**, « Transparence des positions en dérivés d'actions : un modèle français ? », *RTDF* n° 1/2 – 2011, p. 3.
- PIETRANCOSTA (A.) et BOMPOINT (D.)**, « Le projet de loi de régulation bancaire et financière : dernière réforme des offres publiques (en date...) », *RTDF* n° 2 – 2010, p. 7.
- PIETRANCOSTA (A.) et POULLE (J.-B.)**, « Le principe "appliquer ou expliquer" », *RTDF* n° 4 – 2009, p. 19.
- PINGEL (I.)**, « Les opérations d'initiés en droit communautaire », *JCP G* 1991, I, 3515.
- PIZZIO (J.-P.)**, « L'introduction de la notion de consommateur en droit français », *D.* 1982, Chron. p. 91.
- PLAIS (S.)**, « Franchissement de seuils : doit-on prendre en compte les « intérêts économiques » ? », in *Mélanges AEDBF – France, V*, Revue Banque Éditeur, 2008, p. 361.
- PLAIS (S.)**, « Franchissement de seuils et intérêts économiques : pourquoi l'information séparée s'avère-t-elle plus pertinente que l'assimilation », *Banque & Droit*, mars-avril 2010, p.15.
- POLIGNAC (J.-F. de)**, « Du bon usage de la notation », *Banque Magazine*, mai 2004, p. 22.
- PONTON-GRILLET (D.)**, « La spéculation en droit privé », *D.* 1990, chron., p. 157.
- POULLE (J.-B.)**, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *LPA*, 21 janv. 2009, p. 6.
- POULLE (J.-B.)**, « Les codes de gouvernement d'entreprise au sein de l'Union européenne », *RTDF* n°1/2 2009, p. 73.
- QUANG TRAN VAN (L.) et UZAN (C.)**, « Modification du règlement général de l'AMF : suite de la transposition de la directive transparence », *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 107.
- QUENTIN (B.)**, « Les agences de notation », *RDBF*, nov.-déc. 2004, p. 465.
- REDENIUS-HOEVERMANN (J.) et WEBER-REY (D.)**, « La représentation des femmes dans les conseils d'administration et de surveillance en France et en Allemagne », *Rev. soc.* 2011, p. 103.
- REINHARD (Y.)**, « Perplexité de l'actionnaire victime d'un délit financier », in *Une certaine idée du droit - Mélanges offerts à André DECOCQ*, Litec 2004, p. 527.
- REMY (B.)**, « Efficacité économique et droit bancaire », in *L'efficacité économique du droit*, dir. S. BOLLÉE, Y.-M. LAITHIER, C. PÈRES, Economica 2010, p. 89.
- RIASSETTO (I.)**, « Commercialisation des instruments financiers, un rendez-vous manqué ? », *RDBF*, mars-avril, 2008, p.52.
- RIASSETTO (I.)**, « Mesures d'exécution de la directive OPCVM IV », *RDBF*, sept.oct. 2010, comm. 195.
- RIASSETTO (I.) et STORCK (M.)**, « Les codes de bonne conduite en droit des marchés financiers – D'un code à l'autre », in *D'un code à l'autre - Mélanges WIEDERKHER*, Dalloz, 2009, p. 669.
- RIPERT (G.)**, « L'ordre économique et la liberté contractuelle », in *Recueil d'études sur les sources du droit en l'honneur de François GÉNY: Les sources générales des systèmes juridiques actuels*, Sirey, 1934, t. II, p. 347.
- RIPERT (G.)**, « Ébauche d'un droit civil professionnel », in *Études de droit civil à la mémoire de Henri CAPITANT*, 1939, Librairie Edouard Duchemin, 1977, p. 677.
- ROLLAND (B.)**, « Responsabilité environnementale : qui va payer ? », *Bull. Joly* avril 2008, p. 356.
- RONTCHEVSKY (N.)**, « Brèves observations sur le conflit d'intérêts dans le projet de réforme du droit des contrats », *Bull. Joly Bourse* déc. 2008, n° spéc. p. 610.
- ROUHETTE (G.)**, « "Droit de la consommation" et théorie générale du contrat », in *Études offertes à René RODIÈRE*, Dalloz, 1981, p. 247.
- ROUSSEAU (S.)**, « Agences de notation de crédit et crise financière : quel rôle pour la régulation ? », in *Les défis actuels du droit financier*, dir. A. COURET et C. MALECKI, Joly éditions, 2010, p. 297.
- RUELLAN (C.)**, « La perte de chance en droit privé », *RRJ* 1999, p. 729.

- RZEPECKI (N.),** « Le code de la consommation, code du consommateur ? », in *De code en code – Mélanges WIEDERKEHR*, Dalloz, 2009, p. 711.
- SABATIER (S.),** « Les seuils des offres publiques », *RTDF* n°4 - 2009, p. 36.
- SAVATIER (J.),** « Contribution à une étude juridique de la profession », in *Études de Droit Commercial offertes à Joseph HAMEL*, Dalloz, 1961, p. 3.
- SAINT MARS (B. de),** « Conflits d'intérêts et règles de conduite », *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 626.
- SAVATIER (R.),** « Les contrats de conseil professionnel en droit privé », *D.* 1972, chron., p. 137.
- SCHILLER (S.),** « L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée », *Dr. sociétés*, août 2009, ét. 12.
- SCHILLER (S.),** « L'évaluation du conseil d'administration et du contrôle interne des sociétés cotées », in *La gouvernance des sociétés cotées face à la crise – Pour une meilleure protection de l'intérêt social*, dir. V. MAGNIER, préf. P. MARINI, L.G.D.J.-Lextenso, 2010, p. 133.
- SCHMIDT (D.),** « Les définitions du contrôle d'une société », *RJ com.* 1998, n° spéc., p. 9.
- SCHMIDT (D.),** « Le rapport sur les conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil d'administration », in *Études offertes au Doyen Philippe SIMLER*, Litec Dalloz, 2006, p. 503.
- SCHMIDT (D.) et BAJ (C.),** « Réflexions sur la notion d'action de concert », *RDBB*, mai-juin 1991, p. 86.
- SCHMIDT (D.) et BAJ (C.),** « Réflexions sur les effets de l'action de concert », *RDBB*, sept.-oct. 1991, p. 182.
- SCHMIDT (Y.) et SALLE (M.),** « Artemis/Suez, première application du dispositif de gestion des rumeurs d'OPA : l'AMF devra clarifier ses intentions », *RTDF* n° 2 – 2007, p. 34. ; article également publié sous *LPA*, 4 juin 2007, p. 3.
- SEGAIN (H.),** « Les franchissements de seuil : évolutions récentes », *RTDF* n° 2 – 2008, p. 7.
- SONNTAG (C.),** « Préjudices et sanctions des infractions d'initiés : approche juridique et économique », in *L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe*, dir. B. DEFFAINS et F. STASIAK, L.G.D.J., p. 111.
- SOUSI (B.),** « L'adaptation du droit bancaire et financier européen aux nouvelles technologies », in *Le droit des affaires du XXIe siècle*, n° spéc. *RJ com.* 2001, p. 75.
- STORCK (M.),** « Définition légale du contrôle d'une société en droit français », *Rev. soc.* 1986, p. 385.
- STORCK (M.),** « Réglementation des contrats de services financiers conclus à distance entre un professionnel et un consommateur », *RTD com.* 2005, p. 787.
- STORCK (M.),** « Les obligations d'information, de conseil et de mise en garde des prestataires de services d'investissement », *Bull. Joly Bourse*, mai 2007, p. 312.
- STORCK (M.),** « Réglementation financière – Directive OPCVM IV », *RTD com.* 2010, p. 167.
- STORCK (M.),** « Passage du prospectus simplifié au document d'information clé », *RDBF*, janv.-févr. 2011, comm. 30.
- STOUFFLET (J.),** « La manipulation de cours », in *Études sur le cours de bourse*, dir. J. STOUFFLET et J.-P. DESCHANEL, Economica, 1997, p. 133.
- STOUFFLET (J.) et DUROX (S.),** « Observations sur le dispositif de classification des clients dans le domaine des services d'investissement », in *Mélanges AEDBF – V.*, Revue Banque édition, 2008, p. 425.
- SYLVESTRE (S.),** « Le contrôle interne », *LPA* 14 nov. 2003, p. 87.
- SYNVET (H.),** « La directive « services d'investissement » : première lecture », *Bull. Joly Bourse*, 1993, p.545.
- TCHOTOURIAN (I.),** « L'ISR imposé aux gérants de portefeuille : Big bang ou coup d'épée dans l'eau de la loi Grenelle II ? », *RDBF*, mai-juin 2011, ét. 21.
- TCHOTOURIAN (I.),** « Agences de notation : encadrement et responsabilité », *Bull. Joly Bourse*, févr. 2011, p. 119.
- TERRÉ (F.),** « Le contrat à la fin du XXe siècle », *Rev. Sc. mor. pol.* 1995, p. 299.
- THIBIERGE (C.),** « Le droit souple – Réflexions sur les textures du droit », *RTD civ.* 2003, p. 599.

- THOUCH (M.) et AMICO (T.),** « L'empty voting », *RDBF*, sept.-oct.2008, ét. 18.
- THOUCH (M.),** « Les agences de notation de crédit », *RDBF*, mars-avril 2011, dossier 9
- TOMASI (M.),** « Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la directive sur les abus de marché », in *Mélanges AEDBF – France IV*, Revue Banque édition, 2004, p. 439.
- TORCK (S.),** « Proposition de loi sénatoriale tendant à adapter le dispositif sur les déclarations de franchissement de seuils : le Rubicon sera-t-il franchi ? », *Bull. Joly Bourse*, nov. 2011, p. 576.
- TRÉBULLE (F.-G.),** « L'information environnementale : quelle place en droit des sociétés ? », *Dr. sociétés* juillet 2006, ét. 14.
- TRÉBULLE (F.-G.),** « Développement durable et droit des sociétés », *Dr. sociétés* janv. 2010, ét. 3.
- TRÉBULLE (F.-G.),** « Le risque, clef du développement durable des sociétés », *Dr. sociétés*, août 2010, ét. 13.
- TUNC (A.),** « Ébauche du droit des contrats professionnels », in *Le droit privé français au milieu du XXe siècle – Études offertes à Georges RIPERT*, t. 1, L.G.D.J., 1950, p. 136.
- VAUPLANE (H. de),** « Pour une responsabilité civile entière des agences de notation », in *Mélanges AEDBF France, V*, Revue Banque édition., 2008, p. 449.
- VAUPLANE (H. de) et BORNET (J.-P.),** « Marchés financiers : le défi de la transposition de la DSI », *Bull. Joly Bourse* 1996, p.355.
- VAUPLANE (H. de) et DENOUN (C.),** « Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initiés », *LPA*, 28 mars 1994, p. 5.
- VAUPLANE (H. de), et SIMART (O.),** « Délits boursiers : propositions de réforme », *RDBF*, mai-juin 1997, p. 83.
- VIALARD (A.),** « L'offre publique de contrat », *RTD civ.* 1971, p. 751.
- VIANDIER (A.),** « Sécurité et transparence du marché financier (Commentaire des Titres 1 et 2 de la loi du 2 août 1989) », *JCP G* 1989, 3420.
- VIANDIER (A.),** « Le droit des sociétés à l'épreuve des offres publiques », *RJ com.* 2000, p. 243.
- VIANDIER (A.),** « Observations sur le délit d'utilisation d'une information privilégiée », *Bull. Joly*, mars 1992, p. 253.
- VIANDIER (A.),** « Les engagements d'indemnisation des dirigeants sociaux après la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 », *JCP E* 2007, 2129.
- VIANDIER (A.),** « La réforme des franchissements de seuils et des déclarations d'intention par l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 », *JCP E* 2009, 1248.
- VIRASSAMY (G.),** « La moralisation des contrats de distribution par la loi Doubin du 31 décembre 1989 (art.1^{er}) », *JCP E* 1990, II, 15808.
- VIVANT (M.),** « À propos des « biens informationnels », *JCP* 1984, I, 3132.
- VOGEL (L.),** « L'économie, serviteur ou maître du droit ? », in *Une certaine idée du droit - Mélanges offerts à André DECOCQ*, Litec, 2004, p. 605.
- VOGEL (L. et J.),** « Loi Doubin : des certitudes et des doutes (premier bilan sur l'information précontractuelle après cinq ans d'application de la loi, 1990-1995) », *D. Aff.* 1995, p. 5.
- VUILLEMIN (K.),** « L'admission des titres sur un marché réglementé », *Dr. sociétés* juin 1997, p. 3.
- VUILLEMIN (K.),** « Libre propos sur la directive relative aux marchés d'instruments financiers 2004/39/CE », *Bull. Joly Bourse*, 2004, p. 578.
- ZABALA (B.),** « La stabilisation d'instruments financiers », *Bull. Joly Bourse*, juill. 2007, p. 447.
- ZENATI-CASTAING (F.),** « Les principes généraux en droit privé », in *Les principes en droit*, dir. S. CAUDAL, Economica 2008, p. 257.
- ZIMMERMANN (J.-P.),** « Les analystes financiers », *Rev. soc.* 2003, p. 741.

IV. NOTES DE JURISPRUDENCE, OBSERVATIONS ET CONCLUSIONS

BONNEAU (T.),

- obs. sous Com. 19 septembre 2006, n° 05-14343, *La Poste c/ Rigaut*, *Dr. sociétés* janv. 2007, comm. 13.
- obs. sous CA Paris, 2 avril 2008, n° 2007/11675, *Sté Sacyr Vallehermoso c/ Sté Eiffage*, *Dr. sociétés*, octobre 2008, comm. 212.

BOULOC (B.),

- note sous Crim., 15 mars 1993, pourvoi n° 92-82263, *Rev. soc.* 1993, p. 847.

CONAC (P.-H.),

- note sous CJUE, 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group NV et a. c/ CBFA*, *Rev. soc.* 2010, p. 325.

DAIGRE (J.-J.),

- note sous Com., 10 mai 2006, *IDI c/ CNIM*, pourvoi n° 04-10696, *Bull. Joly* 2006, p. 1142.
- note sous T. Corr. Paris, 12 septembre 2006, n° 0018992026 *Rev. soc.* 2007, p. 102.
- note sous Décision de sanction AMF, Ass. Plén., 27 novembre 2009, *Bull. Joly Bourse*, mars 2010, p. 107.

DESEUZE (E.),

- note sous Com., 23 mars 2010, arrêt *Cyberdeck*, pourvoi n° 09-11366, *RTDF* n° 2-2010, p. 133.

FAUGÉROLAS (L.) et BOURSICAN (E.),

- note sous CA Paris, 2 avril 2008, n° 2007/11675, *Sté Sacyr Vallehermoso c/ Sté Eiffage*, *Bull. Joly Bourse*, juin 2008, p. 209.

GOYET (C.),

- note sous CA Paris, 2 avril 2008, n° 2007/11675, *Sté Sacyr Vallehermoso c/ Sté Eiffage*, *RTD com.* 2008, p. 390.

LE CANNU (P.),

- note sous CA Versailles, 9 avril 1992, *Sté CSEE c/ Sté GPG et autre*, *Bull. Joly* 1992, p. 631.
- note sous CA Paris, 18 novembre 2003, n° 2003/11913, *SA CNIM c/ Sté IDI et autres*, *Rev. soc.* 2004, p. 120.
- note sous CA Paris, 2 avril 2008, n° 2007/11675, *Sté Sacyr Vallehermoso c/ Sté Eiffage*, *Rev. soc.* 2008, p. 394.

LE NABASQUE (H.),

- note sous CA Paris, 18 novembre 2003, n° 2003/11913, *SA CNIM c/ Sté IDI et autres*, *Bull. Joly* 2004, p. 231.
- note sous Com. 18 mai 2010, *Société FDG c/ SAS Larzul*, *Bull. Joly*, juill. 2007, p. 651.

MORTIER (R.),

- note sous Com., 27 octobre 2009, *Dr. sociétés*, mars 2010, comm. 52.

PACLOT (Y.),

- note sous CA Paris, 2 avril 2008, n° 2007/11675, *Sté Sacyr Vallehermoso c/ Sté Eiffage*, JCP E 2008, 1828.

PORACCHIA (D.),

- note sous Com., 18 mai 2010, *Société FDG c/ SAS Larzul*, RTDF n° 2 - 2010, p. 113.

RONTCHEVSKY (N.),

- notes sous TGI Strasbourg , 29 mai 1997, *SA Starfor Facom c/ SA Verneuil Finance et autre*, Bull. Joly 1997, p. 771.
- obs. sous Décision de sanction AMF, 15 décembre 2005, RTDF n° 1, 2006, p. 156.

SCHMIDT (D.),

- note sous CJUE, 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group NV et a. c/ CBFA*, Bull. Joly, avril 2010, p. 346.

SPITZ (N.),

- note sous Com., 9 mars 2010, pourvois n° 08-21547 et 08-21793, « La réparation des préjudices boursiers par désinformation devant la Cour de cassation : commentaire de l'arrêt de la chambre commerciale du 9 mars 2010 », RTDF n° 2-2010, p. 60.

STASIAK (F.),

- note sous Crim., 11 décembre 2002, pourvoi n° 01-85.176, Bull. Joly bourse, mars 2003, p. 149.

STORCK (M.),

- obs. sous Com., 22 novembre 2005, pourvoi n° 03-20600, *Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing*, RTD com. 2006, p. 447.
- obs. sous Com., 19 janvier 2010, pourvoi n° 09-10627, *Fellah c/ Banque Postale*, RDBF, mars-avril 2010, comm. 77.

TORCK (S.),

- note sous Décision de sanction AMF, Ass. plén., 13 décembre 2010, *Sté Wendel SA, M. J.-B. Lafonta et Sté Deutsche Bank Paris*, « Manquement à l'obligation de publier une information privilégiée et fraude à la loi », RDBF, mars-avril 2011, comm. 74.
- note sous Com., 8 février 2011, n° 10-10965, *Frydman c/ AMF* : Bull. Joly, juill. 2011, p. 591.

VAUPLANE (H. de) et DAIGRE (J.-J.),

- obs. sous Com., 22 novembre 2005, pourvoi n° 03-20600, *Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing, Banque & Droit*, janv.-févr.2006, p. 35.

ZABALA (B.),

- note sous Com., 27 octobre 2009, pourvoi n° 08-18819, *Crespo et a. c/ Gecina*, Bull. Joly Bourse janv. 2010, p. 26.
- note sous CJUE, 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group NV et a. c/ CBFA*, JCP G 2010, I, 485.

V. ARRÊTS, JUGEMENTS ET DÉCISIONS

CONSEIL CONSTITUTIONNEL

Cons. Const., 16 juin 1999, n° 99-411 DC : JO 19 juin, p.9018 ; *D.* 1999, p. 589, note Y. MAYAUD ; *ibid.* 2000, Somm. 197, obs. S. SCIORTINO-BAYART.

COUR DE CASSATION

- Civ. 11 janvier 1922, *aff. Pelletier c/ Doderet* : *DP* 1922.1.16, *S.* 1924.1.105, note R. DEMOGUE, *Gaz. Pal.* 1922.1.344, *GAJ civ.*, t. 2, 12^e éd., 2008, n° 181, p. 279 et s.

- Civ., 4 déc.1929, *Croizé c. Veaux* : *DH* 1930. 50, *S.* 1931. 1. 49, note P. ESMEIN; *GAJ civ.*, t. 1, n° 13.

- Civ., 29 mai 1951 : *D.*1952, p. 53, note R. SAVATIER ; *JCP* 1951, II, 6421, note R. PERROT ; *RTD civ.* 1951, p. 508, obs. H. et L. MAZEAUD.

- Crim., 19 novembre 1959 : *D.* 1960, p. 463, note G. DURRY ; *JCP* 1960, II, 11448, note CHAMBON.

- Civ.3^e, 28 novembre 1968 : *Bull. civ.* III n° 507, p. 389, *JCP* 1969, II, 15797, *RTD civ.* 1969, p. 348, obs. G. CORNU ; *ibid.*, p. 555, obs. Y. LOUSSOUARN.

- Crim., 30 mars 1971, pourvoi n° 70-CS143 : *Bull. crim.* n° 114 ; *Gaz. Pal.* 1971, 2, p. 406.

- Com., 28 octobre 1974, *Sebag c. Banque populaire* : *JCP* 1976, II, 18 251, note M. BOITARD ; *RTD com.* 1975, p. 343.

- Crim., 8 janvier 1979, *aff. Logabax*, *Bull. crim.* n°13 ; *D.* 1979, p. 509, note CORLAY ; *Gaz. Pal.* 1979.2.501 ; *RSC* 1979, p. 571, obs. P. BOUZAT.

- Civ. 3^e, 28 février 1984, pourvoi n° 82-15550, *Bull. civ.* III, n° 51.

- Civ. 1^{re}, 17 février 1987, pourvoi n° 85-15241 : *Bull. civ.* I, n° 53.

- Com., 3 mars 1987, *UBP c/ Lebon*, *Bull. civ.* IV, n° 64 ; *Rev. soc.* 1987, p. 266, note Y. GUYON ; *Gaz. Pal.* 1987.1.264, note E. HATOUX.

- Civ. 1^{ère} 28 avril 1987, *Bull. civ.* I, n° 134, p. 103 ; *D.* 1987, somm. 455, obs. J.-L. AUBERT ; *JCP G* 1987, II, 20893, note G. PAISANT ; *RTD civ.* 1987, p. 537, obs. J. MESTRE ; *D.* 1988, p. 1, note P. DELEBECQUE.

- Crim., 12 janvier 1989, *aff. Bourquin*, *Bull. crim.* n° 14 : *Gaz. Pal.* 1989.2 Somm. 283 ; *RSC* 1990, p. 507, chron. M.-P. LUCAS DE LEYSSAC.

- Com., 5 novembre 1991, *Buon* : *Bull. civ.* IV, n° 327, p.227 ; *RJDA*, 1/92, n° 68 ; *Bull. Joly Bourse*, 1993, p. 292, note F. PELTIER.

- Crim., 5 novembre 1991, pourvoi n° 90-82.605, *Bull. crim.*, n° 394 : *aff. Société industrielle et financière Bertin*, *Rev. soc.* 1992, p. 91, note B. BOULOC ; *D.* 1992.IR.13.

- Civ. 1^{ère}, 6 janvier 1993 : *Bull. civ.* I, n°4, p.3 ; *JCP G* 1993, II, 22007, note G. PAISANT ; *RTD com.* 1993, p. 706 ; obs. B. BOULOC.

- Com., 23 février 1993, *Crédit industriel de l'Ouest c/ époux Chassagnard* : *Bull. civ.* IV, n° 68, p. 45 ; *JCP E* 1993, I, 302, n° 22, note C. GAVALDA et J. STOUFFLET ; *ibid.*, Pan. n° 520 ; *JCP E* 1994, I, 399, n° 22, obs. A. VIANDIER ; *RTD com.* 1993, n° 17, p. 577, obs. M. CABRILLAC et B. TEYSSIÉ ; *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 296, note F. PELTIER ; *D.* 1993, p. 424, note I. NAJJAR ; *Banque*, juin 1993, p. 97, obs. J.-L. GUILLOT.

- Com., 9 mars 1993, *Flandin c/ société Alarme service* : *D.* 1993, jur., p. 363, note Y. GUYON ; *LPA* 1993, n° 36, p. 12, note P. M. ; *JCP E* 1993, II, A. VIANDIER ; *RJDA* 1993, n° 323, concl. RAYNAUD ; *Gaz. Pal.* 13 juill. 1993, note J. BONNARD ; *JCP N* 1993, jp. 293, note J.-F. BARBIÉRI ; *JCP* 1993, II, 22107, note Y. PACLOT ; *Rev. soc.* 1993, p. 403, note P. MERLE ; *Rev. fr. compta.* 1993, p. 35, note P. REIGNÉ ; P. LE CANNU, « Le minoritaire inerte », *Bull. Joly* 1993, p. 537.

- Crim., 15 mars 1993, pourvoi n° 92-82263, *Bull. crim.*, n° 113, p. 280 : *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 365, note M. JEANTIN ; *Rev. soc.* 1993, p. 847, note B. BOULOC ; *Dr. sociétés*, sept. 1993, comm. 13, obs. H. HOVASSE ; *Banque & Droit*, n° 32, nov.-déc. 1993, p. 22-24.

- Com., 18 mai 1993 : *D.* 1994, p. 142, note I. NAJJAR.
- Com., 18 octobre 1994, *Jonsenhans c/ Cie financière de l'Ouest* : *Bull. civ. IV*, n° 304 ; *D.* 1994. *IR.* 250 ; *Bull. Joly* 1994, p. 1311, note P. LE CANNU ; *RTD com.* 1995, p. 434, obs. B. PETIT et Y. REINHARD.
- Com., 2 novembre 1994, *Bull. civ. IV*, n° 319, p. 60 ; *Bull. Joly Bourse*, 1995, p. 310, note J.-J. ESSOMBÉ-MOUSSIO ; *Dr. sociétés* mars 1995, n° 65, p. 12, note H. HOVASSE.
- Civ. 1^{ère}, 24 janvier 1995 : *Bull. civ. I*, n° 54 ; *D.* 1995, somm. 229, obs. P. DELEBECQUE : *ibid*, p. 310, obs. J.-P. PIZZIO ; *JCP* 1995, I, 3893, n° 28, obs. G. VINEY ; *CCC* 1995, n° 84, note L. LEVENEUR.
- Civ., 1^{ère}, 21 février 1995 : *JCP* 1995, II, 22502, note G. PAISANT, *CCC* 1995, n° 84, note L. LEVENEUR.
- Civ., 1^{ère}, 4 avril 1995 : *Bull. civ. I*, n° 159, *Dr. et Patr.*, oct. 1995, p. 97, obs. F. CHABAS.
- Crim., 26 juin 1995, *Ruche Méridionale* pourvoi n° 93-81646, *aff. B.U.E.-Ruche Méridionale*, *Bull. Joly Bourse*, juill.-août 1995, p. 285, note P. LE CANNU sous les conclusions de J. BORÉ ; *LPA* 26 juill.1995, p. 44, note C. DUCOULOUX-FAVARD ; *Rev. soc.* 1995, p. 562, note B. BOULOC ; *JCP E* 1996, II, 766, note A. VIANDIER.
- Com., 4 juillet 1995, *Banque Leu c/ Banque Indosuez et autres* : *Bull. Joly Bourse* 1995, p. 497, note L. RUET.
- Crim., 26 octobre 1995 : *Bull. crim.* n° 324 ; *Rev. soc.* 1996, p. 326, note B. BOULOC ; *LPA*, 24 nov. 1995, p. 19, note C. DUCOULOUX-FAVARD ; *Bull. Joly Bourse* mars 1996, p. 120, note N. RONTECHEVSKY.
- Com., 27 février 1996, *Vilgrain* : *JCP G* 1996, II, 22665, note J. GHESTIN ; *D.* 1996, p. 518, note P. MALAURIE.
- Com., 9 avril 1996, pourvoi n° 94-11323, *Bull. civ. IV* 1996, n° 115, p. 96, *Métrieologie Internationale*.
- Civ. 1^{ère}, 17 juillet 1996 : *Bull. civ. I*, n° 331 ; *JCP* 1996, II, 22747, note G. PAISANT ; *Deffrénois* 1997, p. 346, obs. J.-L. AUBERT.
- Com., 10 décembre 1996, *France Compensation Bourse c/ Chevalier*, *Bull. civ. IV*, n° 307, p. 261 ; *Bull. Joly Bourse*, 1997, p.205, note H. de VAUPLANE (1^{ère} espèce) ; *Banque & Droit.*, mars-avril 1997, p.37, obs. H. de VAUPLANE ; *RDBB*, nov.-déc. 1997, p. 20, n° 15, obs. F.-X. LUCAS ; *RJDA* 3/97, n° 367, p.232 (3^e espèce).
- Civ. 1^{ère}, 25 février 1997 : *Gaz. Pal.* 1997.1.274, Rapp. P. SARGOS ; *D.* 1997, Somm. 319, obs. J. PENNEAU ; *JCP* 1997. I. 4025, obs. G. VINEY ; *CCC* 1997, n° 76 et chr. 5, L. LEVENEUR ; *Deffrénois* 1997, p. 751, obs. J.-L. AUBERT ; *RTD civ.* 1997, p. 434, obs. P. JOURDAIN et p. 924, obs. J. MESTRE ; *GAJ civ.*, t. 1, n° 16, p. 123.
- Com., 29 avril 1997 : *Rev. soc.* 1997.817, note P. LE CANNU. Égal., CA Paris, 14 mai 2002, 1^{ère} ch. sect. H, *RDBF*, sept.-oct. 2002, n° 5, p. 278, obs. A. COURET.
- Com., 12 janvier 1999, *Bull. civ. IV*, n° 7 ; *JCP G* 1999, II, 10070, note B. PETIT ; *D.* 2000, p. 239, note D. FIORINA.
- Civ. 1^{ère}, 16 juillet 1998 : *Bull. civ. I*, n° 260 ; *D. Affaires* 1998, p. 1530, obs. S. P. ; *JCP G* 1998, II, 10143, note R. MARTIN.
- Com., 27 janvier 1998, *Banque & Droit*, mars-avril 1998, p. 31, obs. H. de VAUPLANE.
- Com., 23 février 1999 : *RDBF* mai-juin 1999, p. 101, comm. 5, obs. M. GERMAIN et M.-A. FRISON-ROCHE.
- Civ.1^{ère}, 13 avril 1999 : *Bull. civ. I*, n° 131 ; *JCP G* 2000, II, 10309 obs. A.-S. BARTHEZ ; *Deffrénois* 1999, art. 37041, p. 1001, obs. D. MAZEAUD ; *D. Aff.* 1999, n° 165, p. 937, obs. J. FADDOUL ; *CCC* 1999, comm. n° 125 obs. L. LEVENEUR ; 13 juill. 2004 : *Bull. civ. I*, n° 204 ; *RTD civ.* 2004, p. 734, obs. J. MESTRE ; *JCP G* 2004, II, 10155 avis de J. SAINTE-ROSE ; *D.* 2005, *Jurisp.*, p. 1009 note A. BORIES ; *Deffrénois* 2004, p. 1396 obs. J.-L. AUBERT ; *CCC* 2004, comm. n° 172 obs. L. LEVENEUR ; *Rev. soc.* 2005, p. 378 obs. D. BONNET.
- Crim., 27 mai 1999, pourvoi n° 98-82978, *Bull. crim.* n° 109, p. 290 : *D.* 2000, p. 120, note Y SAINT-JOURS.
- Com., 15 juin 1999, *Jules Atlani c/ Sté Transbourse* : n° 97-13388 : *Juris-Data* n° 1999-002558.
- Com., 5 octobre 1999, *aff. Haddad c/ Agent judiciaire du Trésor*, pourvoi n° 07-17090, *Bull. civ. IV*, n° 157, p. 132 : *JCP E* 2000, 32, note H. HOVASSE ; *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 38.
- Com., 24 octobre 2000, *Raymond Rickling c/ Patrice Wargny et BZW Puget Mahé*, pourvoi n° 97-22.241 ; *RDBF*, janv.-févr. 2001, comm. 33, p. 29, obs. M.-A. FRISON-ROCHE et M. GERMAIN.
- Crim., 14 décembre 2000, pourvoi n° 99-86537, inédit.

- Civ. 1^{ère}, 10 juillet 2001 : *Bull. civ. I*, n° 209 ; *D.* 2001, p. 2828, obs. C. RONDEY ; *ibid*, somm. 932, obs. B. TOUNAFOND ; *JCP G* 2002, I, 148, n° 1, obs. N. SAUPHANOR-BROUILLAUD ; *RTD civ.* 2001, p. 873 ; obs. J. MESTRE et B. FAGES.
- Civ. 1^{ère}, 5 mars 2002 : *Bull. civ. I*, n° 78 ; *D.* 2002.AJ.2052 ; *JCP G* 2002, II, note G. PAISANT ; *CCC* 2002, n° 118, note L. LEVENEUR ; *RTD civ.* 2002, p. 291, obs. J. MESTRE et B. FAGES.
- Crim., 11 décembre 2002, pourvoi n° 01-85.176, *Bull. crim.* n° 224 : *Rev. soc.* 2003, p. 145, note B. BOULOC ; *RTD com.* 2003, p. 390, obs. B. BOULOC ; *ibid.* p. 336, note N. RONTCHEVSKY ; *JCP G* 2003, I, 162, chron. A. MARON, J.-H. ROBERT, M. VERON, n° 38-39 ; *Gaz. Pal.* 22 févr. 2003, p. 25, note C. DUCOULOUX-FAVARD ; *Bull. Joly bourse*, mars 2003, p. 149, note F. STASIAK ; *Banque & Droit*, mars-avril 2003, p. 36, obs. H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE.
- Com., 8 juillet 2003 : *Sepeau c/ sté Ferri, Ferri et Germe* : *Bull. Joly Bourse* 2003, p. 595, note L.RUET.
- Com., 7 janvier 2004 : *Banque & Droit* mars-avril 2004, p. 32, obs. H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE.
- Com., 31 mars 2004, *Bull. civ. IV*, n° 70 ; *D.* 2004. AJ. 1167, obs. A. LIENHARD ; *Gaz. Pal.* 2004, p.1887, avis J. LAFORTUNE ; *JCP E* 2004, 1629, n° 42, obs. CAUSSAIN, DEBOISSY et WICKER ; *Dr. et patr.* Juill.-août 2004, p. 110, obs. D. PORACCHIA ; *Rev. soc.* 2004, p. 317, note P. LE CANNU ; *RTD civ.* 2004, p. 318, obs. T. REVET ; *LPA* 25 oct.2004, p.5, note R. KADDOUCH ; *Defrénois* 2005, p. 505, note D. FIORINA ; *ibid.* p. 896, note J. HONORAT.
- Com., 12 mai 2004 : *RDC* 2004, p. 923, obs. D. MAZEAUD ; *Bull. Joly* 2004, p. 1114, note D. SCHMIDT.
- Com., 14 décembre 2004, pourvoi n° 02-13638 : *Gaz. Pal.* 2006, p.173, note D.R.
- Com., 22 février 2005, *Rev. soc.* 2005, p. 353, note P. LE CANNU ; *JCP G* 2005, I, 156, obs. J.-J. CAUSSAIN, F. DEBOISSY, G. WICKER.
- Civ. 1^{ère}, 15 mars 2005, *Bull. civ. I*, n° 135 ; *D.* 2005, p. 887, obs. C. RONDEY ; *JCP E* 2005, 855, note BAKOUCHE ; *JCP G* 2005, II, 10114, note G. PAISANT ; *RTD civ.* 2005, p. 393, obs. J. MESTRE et B. FAGES ; *Defrénois*, 2005, p. 2009, note E. SAVAUX ; *RDC*, 2005, p. 740, obs. D. FENOUILLET.
- Com., 22 novembre 2005, pourvoi n° 03-20600, *Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing*, *Juris-Data* n° 0309278, inédit : *Banque & Droit*, n° 105, janv.-févr. 2006, p. 25, obs. H. de VAUPLANE ; *RTD com.* 2006, p. 445, obs. M. STORCK.
- Com., 6 décembre 2005 : *Juris-Data* n° 2005-031396.
- Com. 31 janvier 2006, *De Medina, Epse Bouhnik c/ Sté Procapital* : *RLDA*, juill. 2006, n° 374, p. 43, note M.-P. BÉVÈRIERE ; *ibid.*, déc. 2006, p. 33, note É CHARLERY ; *Dr. Soc.* 2006, n° 6, comm. T. BONNEAU.
- Com., 10 mai 2006, *IDI c/ CNIM*, pourvoi n° 04-10696 : *Bull. Joly* 2006, p. 1142, note J.-J. DAIGRE ; *RTDF* n° 2-2006, p. 62, note H. LE NABASQUE ; *RDBF* juill.-août 2006, p. 28, obs. H. LE NABASQUE et P. PORTIER ; *RTD com.* 2006, p. 623, obs. M. STORCK.
- Com., 10 mai 2006, pourvoi n° 04-15337, inédit, *Affaire ADAM c/ France Télécom et Orange* : *Bull. Joly Bourse* 2006, p. 589, note D. SCHMIDT ; *RTDF* n° 4-2007, p. 109, obs. D. MARTIN et alii.
- Crim., 14 juin 2006 pourvoi n° 05-82453, *Aff. Soros* : *Bull. crim.* 2006, n° 178, p. 616 : *Dr. sociétés*, août 2006, p.28, obs. R. SALOMON ; *Rev. soc.* 2007, p. 125, note B. BOULOC.
- Com., 19 septembre 2006, *Benefic*, pourvois n° 05-15304, 05-15305, 05-14343, 05-14344 et 04-19522 : *D.* 2006, p. 2395, obs. X. DELPECH ; *Banque* 2006, n° 685, p. 80, obs. J.-L. GUILLOT et M. BOCCARA ; *Banque & Droit* 2006, n° 110, p. 46, obs. F. BUISSIÈRE ; *Banque & Droit* 2006, n° 110, p. 27, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS et J.-P. BORNET ; *JCP G* 2006, II, 10201, note A. GOURIO ; *JCP E* 2006, 40, obs. N. MATHEY ; *RLDA* 2006/11, n° 628, note A.-D. MERVILLE ; *Gaz. Pal.* 24 nov. 2006, p. 35, note H. VRAY ; *Dr. sociétés* janv. 2007, comm. 13, obs. T. BONNEAU ; *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 24, note I. RIASSETTO et M. STORCK.
- Civ. 1^{ère}, 26 novembre 2006 : *Bull. civ. I*, n° 498 ; *D.* 2006, *IR.* 3013 ; *JCP G* 2007, I, 115, n° 2, obs. P. STOFFEL-MUNCK ; *RDC* 2007, p. 266, obs. D. MAZEAUD.
- Com., 5 février 2008, n° 06-21.513 : *Juris-Data* n° 2008-0042695.
- Com., 12 février 2008, n° 06-20.835 : *Bull. civ. IV*, n° 31 ; *D.* 2008, p. 689, act. *Jurisp.* note X. DELPECH ; *Dr. sociétés* 2008, comm. 162, note T. BONNEAU ; *RDBF* 2008, comm. 90, obs. S. TORCK ; *Rev. Lamy droit des*

affaires 2008, p. 28 ; *RJDA*, 6/08, n° 674 ; *Banque & Droit* 2008, p. 23, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS, J.-P. BORNET ; *JCP G* 2008, IV, 1513 ; *JCP E* 2008, 1425.

- Com., 12 février 2008, n° 06-21974 : *JurisData* n° 2008-042781 ; *RDBF*, mai-juin 2008, comm. 90, S. TORCK.

- Com., 26 février 2008, pourvoi n° 07-10761, *C. c/ Société Coral Consorts* : *D.* 2008, *AJ*, p. 776, obs. X. DELPECH ; *Banque & Droit* 2008, n° 118, p. 24, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS et J.-P. BORNET ; *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 164, note P. GOUTAY et C. SAUDO ; *RDBF* 2008, comm. 91, obs. A.-C. MULLER ; *Dr. sociétés* 2008, comm. 161, obs. T. BONNEAU.

- Crim., 4 mars 2008, pourvoi n° 07-84002 : J. HUET, « Vol de fichiers informatiques », *Comm. com. élect.* 2008, étude 25 ; *Dr. pén.* 2008, chron. 10, n° 22 et s., obs. A. LEPAGE ; *D.* 2008, p. 2213, note S. DETRAZ ; *Rev. sc. Crim.* 2009, p. 124, obs. J. FRANCILLON.

- Com., 26 mars 2008, n° 06-20156, *Y et Z c/ Sté Carrefour* ; *Bull. Joly* juin 2008, p. 489, note P. LE CANNU ; *Bull. Joly Bourse* août 2008, p. 315, note F. MARTIN-LAPRADE ; *RTDF* n° 2 – 2008, p. 91, note C. MAISON-BLANCHE.

- Com., 8 avril 2008, *Hoerner c/ Caisse d'épargne et de prévoyance côte d'Azur*, n° 07-13.013 et *SA Banque postale c/ Duperray Chchignoud* pourvoi n° 07-14.331 : *Juris-Data* n° 2008-043571 ; *RDBF*, juill.-août, 2008, comm. 125, note A.-C. MULLER et comm.96, note F.-J. CRÉDOT et T. SAMIN ; *RTD com.* 2008, p. 952, obs. M. STORCK. Spéc., sur l'arrêt rendu au pourvoi n° 07-13013 : *D.* 2008, *AJ*, p. 1202, obs. X. DELPECH ; *RTD com.* 2008, p. 592, note M. STORCK ; *RDBF*, juill.-août 2008, comm. 96, note F.-J. CRÉDOT et T. SAMIN ; *ibid*, comm. 125, note A.-C. MULLER ; *RDC* 2008, p. 1177, note S. CARVAL (2^e espèce).

- Com., 6 mai 2008, pourvoi n° 07-13.198, *Bull. Joly* 2008, p. 885, obs. T. MASSART.

- Com., 24 juin 2008, pourvoi n° 06-21798, *Aubin c/ Caisse d'épargne et de prévoyance Île-de-France Paris* : *Bull. civ.* IV, 2008, n°127 ; *D.* 2008, p. 1892, obs. X. DELPECH : *RDBF*, sept.-oct. 2008, ét. 20, note M. ROUSSILLE ; *Banque & Droit* 2008, p. 23, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS et J.-P. BORNET ; *Banque & Droit.* 2008, p. 70, obs. F. BUISSIÈRE ; *JCP G* 2008, II, 10160, note N. MATHEY ; *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 398, note H. GUYADER ; *RTD com.* 2008, p. 590, obs. M. STORCK ; *RLDA* 2008/30, n° 1797, obs. S. PIELDELIÈVRE.

- Com., 4 novembre 2008, *Dr. sociétés* mars 2009, n° 57, obs. T. BONNEAU ; *D.* 2008, *AJ*, p. 2859, obs. X. DELPECH ; *D.* 2009, p. 1055, obs. H. SYNVEY.

- Com., 18 novembre 2008, pourvoi n° 08-10246, inédit : *Dr. sociétés* n°7 juill. 2009, p. 25, note T. BONNEAU ; *RJDA* n° 3, mars 2009, p. 151, note R. SALOMON ; *RTDF* n° 4-2008, p. 141, note B. GARRIGUES ; *Banque & Droit* n°123, janv.2009, p. 27, note H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS, J.-P. BORNET.

- Com., 2 décembre 2008 : *D.* 2009, p. 780, note B. DONDERO ; *ibid.* *AJ*, 12, obs. A. LIENHARD ; *Banque & Droit* janv.-févr. 2009, p. 49, obs. M. STORCK ; *RJDA* 2009, n° 231 ; *Bull. Joly* 2009, p. 116, note T. REVET ; *RTD com.* 2009, p. 167, obs. M.-H. MONSÉRIÉ-BON ; *Rev. soc.* 2009, p. 83, note P. LE CANNU ; *JCP E* 2009,1450, note A. RABREAU ; *RLDA* 2009, n° 37, p. 10, obs. N. BORGA ; *RJ com.* 2009, p. 27, obs. C. GINESTET ; *Dr. et patr.* mai 2009, p. 102, obs. D. PORACCHIA.

- Com., 16 décembre 2008, n° 07-21.663, *RDBF*, mars-avril 2009, comm. 105, obs. I. RIASSETTO.

- Com., 27 octobre 2009, pourvois n° 08-17782, n° 08-18779 et n° 08-18819 : R. MORTIER, *Dr. sociétés*, mars 2010, comm. 52 ; B. ZABALA, *Bull. Joly Bourse*, janv. 2010, p. 26 ; *RDBF*, janv.-févr. 2010, comm. 27, obs. H. LE NABASQUE.

- Com., 31 mars 2009, *Bull. Joly* 2009, p. 660, note P. LE CANNU.

- Com., 5 mai 2009, *X c/ BNP Paribas* : *Bull. Joly Bourse* 2010, p. 48, note F. BUISSIÈRE.

- Com., 7 juillet 2009, n° 08-18194, *Bel c/ SA Société Générale* : *RDBF* n° 6, nov. 2009, comm. 199, note D. DJOUDI.

- Com., 15 septembre 2009, n° 08-14398 : *Banque & Droit*, chron. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, J.-P. BORNET, B. de SAINT MARS, p. 44.

- Com., 17 novembre 2009, pourvoi n° 08-70197 : *RDBF*, mars-avril 2010, comm. 74, note A.-C. MULLER.

- Crim., 18 novembre 2009, pourvoi n° 08-88078, non publié au bulletin.

- Civ. 1^{re}, 19 novembre 2009, pourvoi n° 08-13601 : *RDBF*, janv.-févr. 2010, comm. 6, note D. LEGEAIS.

- Com., 19 janvier 2010, pourvoi n° 09-10627, *Fellah c/ Banque Postale* : *RDBF*, mars-avril 2010, comm. 77, note M. STORCK.
- Com., 9 mars 2010, pourvois n° 08-21547 et 08-21793, *Juris-Data* numéro 2010-001500, affaire *Gaudriot* : N. SPITZ, « La réparation des préjudices boursiers par désinformation devant la Cour de cassation : commentaire de l'arrêt de la chambre commerciale du 9 mars 2010 », *RTDF* n° 2-2010, p. 60 ; *RTDF* n° 2-2010, p.129, note N. RONTCHEVSKY, *JCP E* 2010, 1483, note S. SCHILLER ; *Bull. Joly* juin 2010, p. 537, obs. D. SCHMIDT.
- Com., 23 mars 2010, arrêt *Cyberdeck*, pourvoi n° 09-11366 : *Banque & Droit*, n°131, mai-juin 2010, p.29 ; *RTDF* n° 2-2010, p. 133, note E. DESEUZE ; *Dr. sociétés*, juin 2010, comm. 120, R. MORTIER.
- Civ. 1^{ère}, 25 mars 2010, n° 08-13.060, F D, *Tarrene c/ Montaner et a.* : *Juris-Data* n° 2010-002590 ; J. GHESTIN, « La confirmation de l'exception à la jurisprudence Baldus : la jurisprudence Vilgrain relative au dirigeant de société », *JCP G* 2010, I, 921.
- Com., 7 avril. 2010, pourvoi n° 09-66519, *Amand c/ Sté Financière Meeschaert* : *RDBF*, sept.-oct. 2010, comm. 198, note I. RIASSETTO *RTD com.* 2011, p. 750, obs. M. STORCK.
- Com., 18 mai 2010, *Société FDG c/ SAS Larzul*, *D.* 2010, p. 1345, note A. LIENHARD ; *Dr. sociétés*, août 2010, comm. 156, note M.-L. COQUELET ; *JCP E*, 10 juin 2010, 1562, note A. COURET et B. DONDERO ; *Bull. Joly*, juill. 2007, p. 651, note H. LE NABASQUE ; *RTDF* n° 2 - 2010, p. 113, note D. PORACCHIA.
- Com., 30 novembre 2010, pourvoi n° 09-70810, *Sté Farrucci c/ JP Morgan AM et L&D money finance* : *Bull. Joly Bourse* 2011, p.185, note I. RIASSETTO.
- Com., 8 février 2011, n° 10-10965, *Frydman c/ AMF* : *Bull. Joly* 2011, p.591, note S. TORCK ; *Rev. soc.* 2011, p. 432, note E. DESEUZE ; *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 360, note N. RONTCHEVSKY,
- Com., 15 mars 2011, pourvoi n° 10-11877, *Aubenas et a.c/ Libération*, D. BOMPOINT, « Concert n'est pas nécessairement contrôle », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 431 ; F. MARTIN-LAPRADE, « Concert ne rime pas toujours avec contrôle », *Rev. soc.* 2011, p. 552.
- Com. 22 mars 2011, pourvoi n° 10-13727, *Emmanuelli Petrignani c/ Sté Banque privée 1818* : *JurisData* n° 2011-004288 ; *D.* 2011, p. 1600, obs. X. DELPECH ; *ibid.*, note H. CAUSSE ; *RTD com.* 2011, p. 382, obs. M. STORCK ; *Dr. sociétés* août 2011, comm. 158, S. TORCK ; *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 435, note M. COHEN-BRANCHE.

CONSEIL D'ÉTAT

CE, Ass., 17 juin 1932, *Ville de Castelnaudary*, R. 595.

CE, 6^{ème} et 1^{ère} sous-sections réunies, 15 mars 2006, n° 276375, *RTDF* n° 2-2006, p. 124, note N. RONTCHEVSKY.

COURS D'APPEL

- Bordeaux, 9 juillet 1930, *Rec. Bordeaux*, 1930, p. 42 : *RTD civ.* 1930, p.1074, n° 25, obs. R. DEMOGUE.

- Paris, 30 mars 1977, *JCP* 1978, II, 18789, 1^{ère} espèce, note A. TUNC.

- Paris, 18 novembre 1977, *Dr. sociétés* 1978, comm. n°22 ; *Bull. COB* 1978, n°105, p. 3 ; *Bull. Joly* 1978, p. 181.

- Paris, 7 novembre 1990, *Bull. Joly* 1991, p. 63, note P. LE CANNU ; *RJDA* 2-91, n° 125, p. 123 ; *Dr. sociétés* janv. 1991, n° 37 ; *RDBB* mars-avril 1991, p. 68, obs. A. VIANDIER et M. JEANTIN.

- Paris, 18 avril 1991, *JCP E* 1991, I, 167, note A. VIANDIER ; *Bull. Joly* 1991, p. 610, note P. LE CANNU ; *Rev. soc.* 1991, p. 765, note D. CARREAU et J.-Y. MARTIN ; *RJDA* 7-91 n° 618.

- Paris, 29 mai 1991, *Cie des diamantaires d'Anvers*, *Juris-DAta* n° 1991-021977, *JCP E* 1991, pan. 697.

- Versailles, 9 avril 1992, *Sté CSEE c/ Sté GPG et autre* : *Bull. Joly* 1992, p. 631, note P. LE CANNU ; *Dr. sociétés* 1992, comm. n° 187, obs. H. LE NABASQUE ; *Banque & Droit*, n° 26, nov.-déc.1992, p. 207, obs. F. PELTIER.

- Paris, 7 juillet 1995, *Franck Noël et agent judiciaire du Trésor c/ Crédit Lyonnais, sociétés Abacus Finance et banque Colbert*, 2^e espèce, *Bull. Joly Bourse* 1995, p.517, note H. de VAUPLANE.
- Paris, 13 novembre 1996, *ADAM c/ CMF, Banque & Droit*, n° 51, Janv.-févr. 1997, p. 32, chron. H. de VAUPLANE
- Paris, 2 avril 1997, *aff. Lesage c/ Agent judiciaire du Trésor* : *Bull. Joly Bourse* 1997, p. 611, note N. RONTCEVSKY.
- Paris, 19 mai 1998, n° 97/26141, *Buckel c/ Fermière du Casino Municipal de Cannes*, *Bull. Joly Bourse*, sept. 1998, p. 651, obs. A. COURET ; *Banque & Droit*, juill.-août 1998, p. 33, note H. de VAUPLANE ; *RJDA* 1999, p. 927.
- Paris, 26 mars 1999, n° 1997/04474, *Dubosq c/ Union financière de France* : *Bull. Joly Bourse* 1999, p. 461, note H. de VAUPLANE.
- Paris, 13 mai 1999 : *Bull. Joly Bourse*, 1997, p. 629, note H. de VAUPLANE.
- Versailles, 21 septembre 1999, n° 284/97 : *Bull. Joly Bourse*, janv.-févr. 2000, p. 51, note L. RUET.
- Paris, 8 octobre 1999, *Juris-Data*, n° 1999-024560.
- Paris, 25 janvier 2000, *Sté Maxilivres Profrance* : *Bull. COB*, févr. 2000, p.103 ; *RDBF* mars-avril 2000, p. 99, note M.-A. FRISON-ROCHE et M. GERMAIN ; *Bull. Joly Bourse*, mai 2000, p. 262, note N. RONTCEVSKY.
- Paris, 1^{er} février 2000, *Sté Marie Brizard et Roger International* : *Juris-Data* n° 2000-104644.
- Paris, 13 septembre 2002, n° 2000/20635, *Epoux Pellefigue c/ Sté Delahaye Finance* : *Bull. Joly Bourse* 2003, p. 31, note L. RUET.
- Paris, 26 septembre 2003, *Soulier et autres c/ Flammarion et autres* : *Bull. Joly Bourse*, janv. 2004, p. 43, note DESEUZE ; *JCP E* 2004, p. 771, note G. de VRIES ; *Droit et Patr.*, nov. 2004, p. 93, note D. PORACCHIA ; *Bull. Joly*, janv. 2004, p.84, note J.-J. DAIGRE.
- Paris, 21 octobre 2003, *Syndicat professionnel de l'agriculture et de la ruralité « Verte France » et autres / Crédit Agricole, Crédit Lyonnais et COB, Banque & Droit*, mars-avril 2004, p. 34, chron. H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE.
- Paris, 18 novembre 2003, n° 2003/11913, *SA CNIM c/ Sté IDI et autres*, *Bull. Joly* 2004, p. 231, note H. LE NABASQUE ; *Rev. soc.* 2004, p. 120, note P. LE CANNU.
- Paris, 6 février 2004, *D.* 2004, *IR*, p.1800.
- Paris, 14 mai 2004, n° 2002/18955, *Mme X c/ société Boursorama* : *Bull. Joly Bourse* 2004, p. 639, L. RUET.
- Paris, 30 novembre 2004 : *Dr. sociétés* 2005 comm. 203, obs. R. SALOMON.
- Paris, 30 juin 2006, n° 04/06308 : *Bull. Joly* n° 12, déc. 2006, p. 1453, note D. SCHMIDT ; *RTDF* n° 2, 2006, p. 6 ; *RLDA*, 2007, J.-M. DARROIS ; *ibid.* G. TERRIER ; A. PIETRANCOSTA, « *Affaire Morgan Stanley c/ LVMH* : le recadrage de la Cour d'appel de Paris », *RTDF* n° 2-2006, p. 6.
- Paris, 20 nov. 2007, *JurisData* numéro 2007-351121.
- Paris, 2 avril 2008, n° 2007/11675, *Sté Sacyr Vallehermoso c/ Sté Eiffage* : T. BONNEAU, *Dr. sociétés*, octobre 2008, comm. 212 ; L. FAUGEROLAS et E. BOURSICAN, *Bull. Joly Bourse*, juin 2008, p. 209. Y. PACLOT, *JCP E* 2008, 1828 ; P. LE CANNU, *Rev. soc.* 2008, p. 394 ; C. GOYET, *RTD com.* 2008, p. 390.
- Paris, 24 juin 2008, *SA Gecina* : *Juris-Data* n° 2008-001386 ; *Dr. sociétés* 2008, comm. 213, note T. BONNEAU ; *Rev. soc.* 2008, p. 644, note F. MARTIN-LAPRADE ; *RTD com.* 2008, p. 818, note N. RONTCEVSKY ; *Banque & Droit*, 2008, p. 36, obs. H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE ; *Bull. Joly* 2009, p. 135, note H. LE NABASQUE ; E. BOURSICAN et C. CARDON, « *L'arrêt « Gecina » du 24 juin 2008 : (encore) de nouveaux développements sur l'action de concert* », *RTDF* n° 3 - 2008, p. 26 et s.
- Paris, 31 octobre 2008 : *Bull. Joly Bourse* 1^{er} janvier 2009, n° 1, p. 28, note E. DESEUZE ; *RTDF* n° 4, 2008, p. 137, note E. DESEUZE ; T. Corr. Paris, 11^e ch., 1^{ère} Sect., 12 sept. 2006, n° 0018992026 : *Bull. Joly Bourse* 2007.37, §4, note E. DESEUZE ; *Bull. Joly* 2007, p. 119 §14, note J.-F. BARBIERI ; *D.* 2006, p. 2522, note D. SCHMIDT ; *Rev. soc.* 2007, p. 105, note J.-J. DAIGRE ; *RTDF* n° 3, 2006, p. 162, note E. DESEUZE ; A. DETHOMAS, M. AUBERT, « *La recevabilité renforcée de l'action civile des actionnaires* », *RLDA*, mai 2007, p. 76.
- Paris, 22 janvier 2009, *SA Banque Privée Fideuram c/ Garmendia* : *Banque & Droit*, chron. p. 22 et s. (3^e espèce), H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, J.-P. BORNET, B. de SAINT MARS.

- Paris, 26 mars 2009, n° 07/05820 : Juris-Data n° 2009-004538 : I RIASSETTO, *RDBF*, sept.-oct. 2009, comm. 172.
- Paris, 24 novembre 2009, *Frydman RTDF* n° 4-2009, p. 122, note B. GARRIGUES.
- Paris, 15 septembre 2011, *ADAM et a. c/ SARL Emile Hermès*, n° 2011/00690, A. GAUDEMET, « Dérégulation à l'obligation de déposer un projet d'OPA sur les titres de la société Hermès International : trouble faisceau d'indices », *D.* 2011, p. 2973 ; S. TORCK, « Reclassement des titres Hermès : la question du renforcement du contrôle éludée », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 661 ; D. SCHMIDT, « Hermès : concerts ancien et nouveau ? Changement de contrôle ? », *Bull. Joly* 2011, p. 882.

COUR DE JUSTICE DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

- CJCE, 22 novembre 2001 : *D.* 2001, p. 90 ; *JCP G* 2002, II, 10047, note G. PAISANT ; *LPA*, 22 mai 2002, p. 16, note C. NOURISSAT ; *D.* 2002, p. 2929, obs. J.-P. PIZZIO ; *RTD civ.* 2002, p. 291, obs. J. MESTRE et B. FAGES ; *CCC*, 2002, n° 18, obs. G. RAYMOND.
- CJCE, 10 mai 2007, C-391/04, Rec. p. I-3741.

COUR DE JUSTICE DE L'UNION EUROPÉENNE

- CJUE, 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo Group NV et a. c/ CBFA* : *RDBF*, mars-avril 2010, comm. 80, T. BONNEAU ; *Rev. soc.* 2010, p. 325, note P.-H. CONAC ; *Bull. Joly Bourse*, mars 2010, p. 79, obs. B. GARRIGUES ; *Dr. sociétés*, mai 2010, comm. 96, R. MORTIER ; *Bull. Joly*, avril 2010, p. 346, note D. SCHMIDT ; *RSC* 2010, p. 156, obs. F. STASIAK ; *Europe*, févr. 2010, comm. 75, L. IDOT ; *D.* 2010, p. 2313, note J.-G. de TOCQUEVILLE ; *JCP G* 2010, I, 485, note B. ZABALA.

TRIBUNAUX DE PREMIÈRE INSTANCE

- TGI Strasbourg, 29 mai 1997, *SA Starfor Facom c/ SA Verneuil Finance et autre* : *Bull. Joly* 1997, p. 771, note N. RONTCHEVSKY.
- T. Corr. Paris, 27 février 1998, *M. P. c/ D. et autres* : *RTD com.* 1998, p. 640, obs. N. RONTCEHVSKY et, du même auteur, *Bull. Joly* 1998, p. 925.
- TGI Paris, 7 novembre 2001, *ING Ferri SA c/ Epoux Azoulay* : L. RUET, *Bull. Joly Bourse* 2002, p.16.
- T. Com. Paris, 10 juin 2003 : *JCP E* 2003, 1629, p. 1872, note T. BONNEAU.
- T. Corr. Paris, 9 janvier 2004 : *Dr. sociétés* 2004, comm. 69, obs. R. SALOMON.
- T. Com. Paris, 12 janv. 2004, n° 2002093985, *SA LVMH c/ Sté Morgan Stanley Co Ltd et autre* : *Rev. soc.* 2004, p. 297, F.-L. SIMON ; *RDBF*, mars-avril 2004, p. 131, note A. PIETRANCOSTA ; *JCP G* 2004, act.78, « Le sens d'une histoire », J.-J. DAIGRE ; A. COURET, « Banques d'affaires, analystes financiers et conflits d'intérêts », *D.* 2004, p. 335 ; *LPA*, 28 avril 2004, Chron. Droit financier, B. LE BARS, p. 8.
- T. Corr. Paris, 12 septembre 2006, n° 0018992026 : *Bull. Joly Bourse*, janv. 2007, p. 37, note E. DESEUZE ; *D.* 2006, p.2522, note D. SCHMIDT ; *Rev. soc.* 2007, p. 102, note J.-J. DAIGRE ; *RTDF* n° 3 - 2006, p. 162, note E. DESEUZE ; A. DETHOMAS, M. AUBERT, « La recevabilité renforcée de l'action civile des actionnaires », *RLDA*, mai 2007, p. 76.
- T. Com. Nanterre, 6 mai 2008 : *RDBF*, nov.-déc. 2008, comm. 189, T. BONNEAU ; *Rev. soc.* 2008, p. 842, note Y. PACLOT ; *RTD com.* 2008, p. 793, note P. LE CANNU et B. DONDERO ; *ibid.* 2008, p. 595, note N. RONTCHEVSKY ; *D.* 2008, p. 2411, note F. MARTIN-LAPRADE.
- T. Com. Paris, 4 février 2011, n° RG 2011/014806 : *RDBF*, mai-juin 2011, comm. 114, note I. RIASSETTO.

DÉCISIONS DE SANCTION DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

- Décision de sanction AMF, *Gaudriot*, 26 octobre 2006 : *RDBF*, n°4, juill.2007, p. 31, note A.-C. MULLER.
- Décision de sanction AMF, 9 novembre 2006, *Société de Gestion Jousse Morillon Investissement* : *Rev. AMF* déc. 2006, p. 105 ; *RTDF* n° 1 - 2007, p. 125, note N. RONTCHEVSKY ; *Banque & Droit*, janv.-févr.2007, p.31, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT-MARS et J.-P. BORNET ; *RTD com.* 2007, p. 203, obs. M. STORCK ; *RDBF* janv.-févr. 2007, comm. 46, obs. D. BOMPOINT.
- Décision de sanction AMF, 13 décembre 2007, n° 207C2792 : *RDBF*, mars 2008, p. 49, J.-F. BIARD.
- Décision de sanction AMF, 24 janvier 2008, *Aff. Steria* : *Bull. Joly Bourse*, janvier 2010, p. 38, note M. KLOEPFER-PELÈSE.
- Décision de sanction AMF, 26 juin 2008 : *Bull. Joly Bourse*, 2008, p. 453, obs. E. DESEUZE.
- Décision de sanction AMF, 20 novembre 2008 : *RTDF* n° 1/2-2009, p. 214, note E. DESEUZE ; *RTDF* n° 4, 2009, p. 121, note B. GARRIGUES.
- Décision de sanction AMF, 8 janvier 2009, *Société Euroland Finance* : *Bull. Joly Bourse*, mai 2009, p. 204, note M. KLOEPFER-PELÈSE.
- Décision de sanction AMF, 9 avril 2009, *SAFE S.p.a.* : *Bull. Joly Bourse*, juill. 2009, p. 264, note N. RONTCHEVSKY.
- Décision de sanction AMF, 12 novembre 2009, *MM. A, B, C, Brice Mari et sociétés D et E* : *Banque & Droit*, n° 130, mars-avril 2010, Chron. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS, J.-P. BORNET, p. 51.
- Décision de sanction AMF, Ass. Plén., 27 novembre 2009 : *Bull. Joly Bourse*, mars 2010, p. 107, note J.-J. DAIGRE ; *Banque & Droit*, n° 129, févr. 2010, p. 24, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT MARS, J.-P. BORNET ; *RTD com.* 2010, p. 395, obs. N. RONTCHEVSKY.
- Décision de sanction AMF, 23 septembre 2010 : *Bull. Joly Bourse*, 2011, p. 24, note T. GRANIER.
- Décision de sanction AMF, Ass. plén., 13 décembre 2010, *Sté Wendel SA, M. J.-B. Lafonta et Sté Deutsche Bank Paris* : T. BONNEAU, « Les prises de contrôle rampantes rattrapées par l'article 223-6 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 257 ; H. LE NABASQUE, « Total return swap : l'obsession du numérateur », *Rev. soc.*2011, p. 212 ; A. GAUDEMET, « Affaire Wendel-Saint-Gobain : un parfum de LVMH ? », *D.* 2011, p. 855 ; S. TORCK, « Manquement à l'obligation de publier une information privilégiée et fraude à la loi », *RDBF*, mars-avril 2011, comm. 74 ; R. MORTIER, « Affaire Wendel : rupture du charme des Total Return Swaps (TRS) », *Dr. sociétés*, juin 2011, comm. 114.
- Décision de sanction AMF, 7 janvier 2011, n° 211C0024, *Hermès International (Euronext Paris)* : F. MARTIN-LAPRADE, « Hermès : une dérogation aux allures de cadeau empoisonné... », *Rev. soc.* 2011, p. 364 ; S. TORCK, « Reclassement des titres Hermès : les relations troubles de l'action de concert et de la notion de groupe familial », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 326, R. MORTIER, « Affaire Hermès : reclassement... sans suite ? », *Dr. sociétés*, juin 2011, comm. 115.

DÉCISIONS AMÉRICAINES

- *In re Cady Roberts & Co.* 40 SEC 907 (1961).
- *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2ème Cir. 1968), certiorari denied, 394 US 976 (1969).
- *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980) et *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983).
- *Carpenter v. United States*, 484 U.S. 19 (1987).
- *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

INDEX

(Les nombres renvoient aux numéros de paragraphe)

- A -

Abus de marché (notion) : 734.
Abus de résultat : *v. concurrence*
Action de concert :
Assimilation : 574 s.
Définition : 641 s.
Obligation solidaire : 660 s.
Adéquation : *v. échange d'informations*
Admission aux négociations sur un marché réglementé :
Admissions sans offre au public : 110 s.
Assimilation aux offres au public : 108 s.
Entreprise de marché (contrôle) : 163 s.
Appel public à l'épargne : 96, 114.
Aubin : 158, 352.

- B -

Bénéfic : 352.

- C -

Cession temporaire (assimilation) :
581 s.
Client :
Notion : 298 s.
- Hétérogénéité : 310 s.
- Catégorisation :
- Pouvoir de décision du prestataire :
321 s.
- Information : 325 s.
De détail, professionnel :
- Distinction : 302.
- Compétence :
- Critère : 304 s.
- Consommateur (distinction) :
308 s.
Consommateurs :
- définition : 301.
- Compétence (distinction) :
Cohérence :
Prospectus :
- Contrôle du régulateur : 151 s.
- Résumé : 149.

Publicité : 352.

Concurrence :
Manipulations de marché:
- Altération illicite des prix : 781 s.
- Abus de résultat : 789.
Notation : 992.
Conseil :
Conseil en investissement :
- service : 362.
- analyse financière (distinction) : *v. opinion.*
Consentement : 250, 1080 s.
Consommateur : *v. client.*
Contracts for difference : 607.

- D -

Dettes souveraines: 223 s.
Disclosure philosophy : 3.
Dici (document d'information clé des investisseurs): 218 s.
Droit de la consommation :
Critère finaliste : 274.
Procédés de distribution :
- Commercialisation à distance: 263 s.
- Démarchage : 255 s.
- Délai de rétractation : 266 s.
Droit des instruments financiers:43.
Droit souple : 521 s.

- E -

EADS : 809 s.
Échange d'information :
Adéquation : 362 s.
Caractère approprié : 365 s.
Efficiences :
Efficiences allocatives (critères) : 59
Efficiences informationnelles (théorie des marchés efficients) : 61 et s.
Émetteurs: 37, 428 s.
Exécution pour le compte de tiers : *v. exécution simple.*

Exécution simple (*execution only*): 281.

- F -

Fonctions :

Différence avec les finalités : 51-52.

Descriptive et prédictive (distinction) : 71, 134 s.

- G -

Gouvernement d'entreprise :

Notion : 485 s.

Rapport sur le contrôle interne : 492 s.

Rémunérations des dirigeants : 500 s.

Se conformer ou expliquer : 524 s.

- I -

Information :

Connaissance (distinction) : 23 s.

Déclarations d'intention :

- franchissement de seuil : 676 s.
- rumeur : 681 s.

Divulgaration du conflit d'intérêts : 1023 s.

Obligation à terme : 431.

Obligation collective :

- Fondement : 74.
- domaine :
exclusions, exemptions,
dispenses (définition) : 170.

Obligation individuelle :

- fondement : 250 s.
- teneur : 344 s.

Obligation permanente :

- dualisme : 439 s.
- exigibilité différée : 464.

Obligation solidaire : *v. action de concert*.

Qualifications :

- Article L. 621-1 du Code monétaire et financier : 9

- Bien : 14 s.

- Élément ou enjeu de la norme : 21 s.

- obligation d'information :

notion : 12.
obligation de s'informer pour
informer : 356.

- Privilégiée :

communication (obligation
permanente) : 450 s., 762 s.
Précision : 451 s.
sensibilité : 799 et s.

Instuments financiers :

Hétérogénéité : 47.

Titres et contrats financiers (distinction) :

- fonctions économiques : 176 s.

- titres dérivés : 179.

- absence d'émission (critère) : 180 s.

Titres d'intéressement : 205 s.

Investisseur :

Averti :

- qualification : 333 s.

- Abandon de la notion : 337 s.

Délimitation de l'obligation collective :

- cercle restreint : 192.

- qualifié :

Notion : 225 s.

Définition par renvoi : *v. client
professionnel*

- investisseur professionnel (statut) : 139.

- investisseur raisonnable : *v. information
priviligée*.

- L -

Liberté contractuelle : 69,161.

Liberté d'expression et d'opinion :
1043 s.

LVMH c/ Morgan Stanley : 1032 s.

- M -

Misappropriation Theory : 19, 748.

Mise en garde :

Note et analyse (distinction) : 938.

Obligation prétorienne : 293, 339, 348 s.,

Renseignement sur les risques : 369 s.

- O -

Offre :

Au public

- notion : 80 et s.

- Titres financiers : 101.

collective : 86-88.

OPA :

- information équivalente : 211 s.

- Offres publiques obligatoires :

Détermination du prix : 690 s.

Seuil : 696

Opinion : 13, 40, 955 s.

Conseil (distinction) : 943 s.

Indépendance : 1003 s.

Renseignement (distinction) : 940 s.

Responsabilité légale des agences de notation : 1041 s.

- P -

Préjudice :

Abstention : 868 s.

Action : 866.

De condition, de décision (distinction) : 409, 876.

De contrepartie : 920.

De décision : 407 s.

De désinformation directe et indirecte (distinction) : 895.

Perte de chance :

- diffusion d'informations fausses ou trompeuses : 419 s., 879 s.

- inexécution d'une obligation d'information : 396 s.

- prestations de services d'investissement : 400 s.

Présomption de causalité : 414 s.

Prestataires de services

d'investissement :

Règles de conduite

- qualification : 382 s.

- obligations contractuelles : 386 s.

- obligation de couverture : 391.

Principes directeurs : 53 s.

Programmes de rachat : 851 s.

Puissance de vote :

Notion : 564 s.

Privation et suspension des droits de vote : 713 s.

- R -

Recel de délit d'initié : 753.

Résumé du prospectus : v. Cohérence

Risque d'investissement :

Définition : 124.

Connaissance :

- bien : 128 s.

- émetteur : 131 s.

Compréhension : 140.

RSE : 519.

RTO : v. exécution simple.

- S -

Securities Law : 44.

Spector :

Fait justificatif : 829 s.

Principe d'égalité d'accès à l'information: 759 s.

Sanction précuriaire (opérations d'initié) : 825 s.

Stabilisation : 853.

- T -

Total Return Swaps:

Wendel : 614.

LVMH: 615.

Transparence:

- U -

Usufruit (assimilation) : 578 s.

- V -

Visa: v. Cohérence.

- W -

Wendel :

Manquement à l'obligation permanente: 441.

Fraude à la loi : 626.

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.....	13
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.....	20
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	24
D. Fondement d'un droit répressif financier	25
§2. L'information comme indicateur de l'existence d'un droit des instruments financiers.....	26
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.....	30
A. La tentation d'une analyse fondée sur les principes directeurs du droit financier	32
B. La tentation de l'analyse fondée sur l'objectif économique d'efficacité	35
1. L'efficacité allocative, critère de l'analyse économique du droit	37
2. L'efficacité 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.....	65
B. La diffusion de titres financiers par admission aux négociations sur un marché réglementé	66
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	74
	§1. L'information sur le risque d'investissement.....	75
A.	La connaissance du risque d'investissement.....	75
1.	Le bien.....	77
2.	L'émetteur	78
a.	Le contenu de l'information relative à l'émetteur dans le prospectus	79
b.	La différence de fonction du prospectus et de l'information postérieure à l'admission aux négociations sur un marché réglementé.....	80
B.	La compréhension du risque d'investissement.....	83
1.	La fonction du résumé comme complément de l'information initiale.....	84
2.	Les conséquences de la fonction du résumé sur la responsabilité de son auteur	85
a.	L'irresponsabilité proclamée.....	86
b.	L'irresponsabilité finalisée.....	87
	§2. Le contrôle de cohérence de l'information initiale exercé par le régulateur.....	88
A.	Un contrôle « supraformel et infrasubstantiel ».....	90
B.	Un contrôle destiné à préserver l'appréciation du risque par le public.....	92
1.	La préservation de l'appréciation du risque par le public	92
2.	L'articulation avec le contrôle substantiel exercé par l'entreprise de marché	94

CHAPITRE II LE DOMAINE DE L'OBLIGATION D'INFORMATION COLLECTIVE .. 99

	Section I : La délimitation objective	101
	§1. La distinction entre les titres et les contrats financiers.....	102
A.	L'indifférence de la délimitation aux différentes fonctions économiques des instruments financiers	103
B.	L'absence d'émission, caractéristique des contrats financiers excluant la possibilité d'une information collective.....	105
	§2. La distinction au sein des titres financiers : les limites matérielles à l'obligation de publier un prospectus.....	109
A.	Les limites à la notion d'offre au public : les exclusions fondées sur le volume de l'opération	110
1.	L'exclusion fondée sur la dispersion des titres : la notion de cercle restreint d'investisseurs	111
2.	Les exclusions fondées sur le montant de l'offre ou des titres offerts	114
B.	Les limites à l'obligation d'établir un prospectus	116
1.	L'absence de risque porté par les titres d'intéressement.....	117
2.	L'exigence d'accès à une information équivalente sur le risque	119
a.	Le régime spécifique à d'autres opérations de marché	119
b.	Les catégories de titres ayant déjà donné lieu à l'établissement d'un prospectus	120
3.	Le dispositif spécial d'information collective relative aux titres émis par les organismes de placement collectif	121
	Section II : La délimitation subjective	125
	§1. La délimitation fondée sur la nature des émetteurs et de leurs garants.....	125

§2. La délimitation fondée sur la qualité des destinataires de l'offre : la notion d'investisseur qualifié.....	126
A. La définition de l'investisseur qualifié.....	129
1. Le dispositif actuel	129
2. La définition par renvoi de la notion d'investisseur qualifié	129
B. Le caractère disponible de la qualité d'investisseur qualifié.....	132
C. Vers un statut d'investisseur professionnel.....	135
CONCLUSION DU TITRE I.....	139

TITRE II LA PERSONNALISATION DE L'INFORMATION DANS LES CONTRATS D'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE	141
---	-----

CHAPITRE I LE FONDEMENT DE L'OBLIGATION D'INFORMATION INDIVIDUELLE.....	145
---	-----

SECTION I: La tentation d'une analyse consumériste du fondement de l'obligation d'information.....	146
--	-----

§1. La coïncidence ponctuelle du fondement de l'obligation d'information en droit des instruments financiers et en droit de la consommation.....	148
--	-----

A. La détermination objective du fondement de la protection conférée par l'obligation d'information tenant au procédé de distribution.....	149
--	-----

1. Le démarchage bancaire et financier.....	149
---	-----

2. La commercialisation à distance de services financiers.....	153
--	-----

B. La délimitation objective de la protection conférée par le délai de rétractation tenant aux instruments financiers.....	155
--	-----

§2 La spécificité du fondement de l'obligation d'information en droit des instruments financiers	158
--	-----

A. La place de l'objet en droit des instruments financiers et en droit de la consommation	158
---	-----

1. La prépondérance du sujet en droit de la consommation	159
--	-----

2. La prévalence de l'objet en droit des instruments financiers.....	163
--	-----

B. L'exigence d'information de l'investisseur dans l'ordre public financier	167
---	-----

SECTION II: L'insuffisance de l'analyse consumériste: la distinction entre clients professionnels et de détail	173
--	-----

§1. La notion de client.....	175
------------------------------	-----

A. La distinction du client et du consommateur	176
--	-----

1. Le client.....	176
-------------------	-----

2. La compétence comme fondement de la distinction entre client professionnel et de détail.....	180
---	-----

B. L'hétérogénéité du statut de client	183
--	-----

1. Le dispositif d'information des clients.....	184
---	-----

2. La teneur de la distinction entre clients professionnel et de détail: la présomption de connaissance du risque par le professionnel.....	185
---	-----

§2. Le régime de la qualification de client: la catégorisation.....	188
---	-----

A. Les modalités du changement de catégorie: le pouvoir de décision du prestataire	189
--	-----

B. La portée du changement de catégorie sur l'information relative au risque d'investissement.....	192
--	-----

§3. L'incidence de la catégorisation sur les solutions prétoriennes antérieures.....	194
--	-----

A. La qualification prétorienne d'investisseur averti.....	195
--	-----

B. Vers l'abandon de la notion d'investisseur averti	198
--	-----

CHAPITRE II LA TENUE DE L'OBLIGATION D'INFORMATION INDIVIDUELLE	205
SECTION I : Le dispositif d'information individuelle	205
§1 Les origines de l'obligation d'information sur les risques	207
A. La construction prétorienne de l'obligation d'information individuelle	207
B. La consécration légale de l'obligation d'information individuelle	212
§2 L'échange d'informations comme procédé d'information sur les risques	215
A. Les obligations d'évaluation	216
1. L'évaluation de l'adéquation des services de gestion de portefeuille et de conseil en investissement	217
2. L'évaluation du caractère approprié des autres services d'investissement	219
B. La gradation des conséquences du défaut d'échange d'informations	220
1. La mise en garde	221
a. La coïncidence du renseignement sur les risques avec la mise en garde	221
b. La mise en garde <i>stricto sensu</i>	223
2. L'échange d'informations comme condition de la conclusion du contrat de conseil en investissement et de gestion de portefeuille	224
3. Les incidences des obligations d'évaluation sur l'expression de la volonté du client	225
a. La sujétion du client au prestataire	225
b. La qualification des obligations d'information comme règles de conduite	227
SECTION II : La sanction civile de l'inexécution de l'obligation d'information individuelle	229
§1. Le fondement du droit à réparation : règles de conduite et obligations contractuelles	230
§2. L'étendue du droit à réparation	234
A. La limitation de la réparation à la perte de chance	235
1. La perte de chance appliquée aux conséquences de l'inexécution d'une obligation d'information	235
2. L'application particulière aux prestations de services d'investissement	237
B. L'extension souhaitable de la réparation à l'intégralité de la perte subie	241
1. La réparation d'un « <i>préjudice de décision</i> »	242
2. La preuve par présomption du lien de causalité	245
3. Confrontation avec les délits et manquements de diffusion d'informations fausses ou trompeuses	247
CONCLUSION DU TITRE II	251
CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE	253

SECONDE PARTIE LA FONCTION PRÉDICTIVE

TITRE I LA SÉLECTION DE L'INFORMATION PERTINENTE	259
--	-----

CHAPITRE I LA MULTIPLICITÉ DES INFORMATIONS RELATIVES AUX ÉMETTEURS	263
---	-----

SECTION I : Les temps de l'information	264
--	-----

§1. La périodicité des obligations d'information	265
--	-----

§2. L'« obligation permanente » : la communication au public d'informations privilégiées	270
--	-----

A.	Le dualisme de l'obligation permanente	271
B.	L'obligation permanente des émetteurs	275
1.	L'objet de l'obligation.....	276
2.	La permanence de l'obligation de veiller à l'information du marché	280
3.	L'exigibilité différée de l'obligation de communication	282
a.	La préservation des intérêts légitimes de l'émetteur	283
i.	Une exception fondée sur un intérêt légitime de l'émetteur	284
ii.	Un retour au principe fondé sur l'intérêt supérieur de la bonne information du public	286
b.	La confidentialité comme condition de rétention momentanée de l'information privilégiée	289
c.	Le nouveau cas de report sur autorisation préalable fondé sur la prévention du risque systémique	291
SECTION II: Les contenus de l'information: le développement de l'information extrafinancière.....		293
§1. L'information relative aux organes de l'émetteur fondée sur le droit des sociétés.....		295
A.	La contribution du droit des sociétés à la réalisation de la fonction prédictive de l'information: le rapport sur le contrôle interne	297
B.	Le développement de l'information en droit des sociétés supporté par le droit financier	301
1.	Les rémunérations des dirigeants sociaux.....	302
a.	La quête de transparence sur les rémunérations.....	302
b.	La soumission de la validité de l'octroi des rémunérations et indemnités de départ à la procédure des conventions réglementées.....	305
2.	La réalisation progressive d'un équilibre entre hommes et femmes dans la composition des conseils par le biais de l'information	309
§2. L'information relative au fonctionnement de l'émetteur fondée sur le « droit souple » .		311
A.	La signification du recours au droit souple	313
B.	L'information relative à la gouvernance de l'émetteur: le principe se conformer ou (s')expliquer.....	314
1.	L'objet variable de l'obligation.....	317
2.	La mise en relation du procédé avec son objectif: vers une obligation de se conformer <i>et</i> d'expliquer.....	319
a.	La valeur supplétive de la référence au code de gouvernement d'entreprise	320
b.	La valeur impérative de l'obligation légale.....	321
c.	L'insuffisance de la simple référence à un code de gouvernement d'entreprise	323
C.	L'information relative aux conséquences sociales et environnementales de l'activité de l'émetteur	324

CHAPITRE II LA COMPLEXITÉ DE L'INFORMATION RELATIVE À LA PUISSANCE DE VOTE DES INVESTISSEURS

SECTION I: L'objet des déclarations de franchissements de seuils.....		334
§1. La puissance de vote comme objet de la réglementation des franchissements de seuils.		334
A.	La définition du seuil: l'importance du droit de vote.....	335
B.	Les notions impliquées dans la détermination de l'influence du déclarant....	340
C.	La notion de puissance de vote	344
§2. La mesure de la puissance de vote		345
A.	Les assimilations	346
1.	Le domaine général de l'assimilation: actions et droits de vote assimilés	347

a.	L'assimilation par interposition de personnes : l'influence du déclarant sur les possesseurs actuels d'actions	348
b.	La propriété démembrée ou temporairement suspendue.....	349
c.	L'assimilation fondée sur l'exercice des droits de vote : la séparation du titre et du droit politique.....	355
2.	Le partage entre assimilation et information séparée : la prise en compte des instruments dérivés.....	358
a.	Le critère de l'émission	360
b.	La prise en compte de la volonté du déclarant : la puissance de vote certaine ou éventuelle.....	361
c.	Le problème de l'exposition économique et des instruments dérivés à dénouement en numéraire	364
i.	Les fondements du dispositif actuel	365
ii.	Les affaires LVMH et Wendel.....	368
iii.	Perspectives d'évolution	371
B.	Les exclusions	375
1.	L'exclusion fondée sur la détention précaire des titres par un tiers	376
2.	L'exclusion fondée sur la distinction entre portefeuille de négociation et portefeuille d'investissement stratégique	379
SECTION II : Le régime des déclarations de franchissements de seuils.....		380
§1. Une obligation plurale par ses sujets : l'action de concert comme modalité subjective de l'obligation déclarative.....		381
A.	Le fondement de l'obligation plurale : la finalité du concert.....	383
1.	<i>Affaire Eiffage</i> : l'existence de l'accord déduite d'une finalité commune.....	386
2.	<i>Affaire Gecina</i> : l'extension de la finalité de l'accord à la prise de contrôle	390
B.	Le régime de l'obligation plurale : l'obligation solidaire	394
1.	Le domaine incertain de la solidarité	395
2.	La qualification impropre d'obligation solidaire	397
§2. Les obligations complémentaires : la gradation des effets attachés aux différents seuils		401
A.	L'information renforcée : les déclarations d'intention.....	401
1.	Les déclarations d'intention résultant d'un franchissement de seuil.....	402
2.	Comparaison avec les déclarations d'intention en cas d'actes préparatoires au dépôt d'une offre publique d'acquisition	405
a.	Des faits générateurs différents	406
b.	La conséquence commune : une obligation de cohérence à intensité variable	409
B.	L'information « dépassée » : les offres publiques obligatoires comme mécanisme contraignant de détermination des prix	412
1.	Évocation des règles impératives de détermination du prix.....	413
2.	Le problème de la détermination du seuil de l'offre publique obligatoire.....	415
§3. Les sanctions caractéristiques : privation et suspension des droits de vote		424
A.	Le domaine de la sanction : une sanction commune au défaut de déclaration d'un seuil légal ou statutaire.....	426
B.	La mise en œuvre de la sanction	431
1.	La nature mixte de la sanction, entre remède de justice privée et sanction judiciaire à titre de peine privée	431
2.	L'objet dual de la sanction : les actions non déclarées ou la participation du déclarant	432
CONCLUSION DU TITRE I.....		439

TITRE II LA PRÉSERVATION DES QUALITÉS DE L'INFORMATION 441

CHAPITRE I LES QUALITÉS GÉNÉRALES DE L'INFORMATION ASSURÉES PAR LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ 443

SECTION I: La préservation des qualités générales de l'information par la répression des abus de marché 446

§1. La définition de la perturbation du marché 449

A. La perturbation du marché par inégalité d'accès à l'information, atteinte à la qualité substantielle de l'information 450

1. Le débat sur le principe de la répression des opérations d'initié 451

2. La conception de la répression des opérations d'initié en droit positif 453

a. Le fondement en droit européen : l'égalité d'accès à l'information 455

i. Un objectif incertain 456

ii. Un principe : l'égalité d'accès à l'information 457

b. L'information privilégiée comme information publique en devenir 459

B. La perturbation du marché par atteinte à l'intégrité de l'information, atteinte à la qualité conjoncturelle de l'information 462

1. L'unité de la catégorie des manipulations de marché 463

2. Les relations des manipulations de marché avec le droit de la concurrence 466

a. La manipulation de marché par altération illicite des prix 468

b. Le cas particulier de la manipulation de cours fondée sur une position dominante 471

§2. La délimitation de la perturbation du marché : le risque d'atteinte à la formation du cours de bourse 474

A. L'incidence supposée des abus de marché sur le cours 474

1. La répression formelle des abus de marché 474

a. La dimension formelle de la répression 475

b. L'exigence de sensibilité de l'information privilégiée 477

i. L'initié et l'investisseur raisonnable : l'affaire EADS 481

ii. L'investisseur raisonnable, entre investisseur rationnel et investisseur moyen 484

2. La prise en compte de l'effet réel aux fins de la détermination de la sanction pécuniaire 487

B. La prise en compte des effets des comportements sur le marché : fait justificatif et exemptions 490

1. Un fait justificatif prétorien en matière d'opérations d'initié ? 491

a. La distinction de la preuve du défaut d'élément moral et du fait justificatif dans l'arrêt *Spector* 492

b. La confusion de la jurisprudence interne 496

c. L'avenir du fait justificatif 501

2. Les dérogations fondées sur les effets économiques de certaines pratiques et les nécessités de la politique économique 502

SECTION II: La préservation des qualités générales de l'information par le recours à la responsabilité civile 505

§1. Les préjudices découlant d'une atteinte à l'intégrité de l'information du marché 507

A. Du préjudice d'action au préjudice d'abstention : extension du préjudice indemnisable et relâchement du lien de causalité 509

1.	Les préjudices d'action par acquisition ou de cession d'instruments financiers	509
2.	Les préjudices d'abstention par conservation d'instruments financiers.....	511
B.	Qualification et étendue du préjudice indemnisable : la question de la perte de chance	513
1.	Analyse du préjudice causé par des informations fausses ou trompeuses .	514
a.	Le manque de rigueur de la qualification.....	515
b.	L'opportunité de la qualification.....	518
2.	Transposition à la manipulation de cours.....	521
§2.	Les préjudices d'inégalité d'accès à l'information résultant des opérations d'initiés.....	524
A.	L'absence de préjudice découlant de la communication d'une information privilégiée	525
B.	Le problème de la détermination du préjudice consécutif à un délit ou à un manquement d'initié.....	528
1.	L'impasse logique.....	530
a.	L'incertitude relative aux effets négatifs des délits et manquements d'initié sur le marché.....	531
b.	Le problème de la définition du préjudice	533
2.	Le choix de système	537

CHAPITRE II L'OBJECTIVITÉ, QUALITÉ PARTICULIÈRE DES OPINIONS ÉLABORÉES PAR LES AGENCES DE NOTATION ET LES ANALYSTES FINANCIERS

SECTION I : Le risque des conflits d'intérêts comme atteinte à l'objectivité des opinions des analystes financiers et des agences de notation.....	546
§1. La qualification de l'information : l'opinion prédictive.....	547
A. Les qualifications exclues	548
1. Prestation de renseignement.....	548
2. Prestation de conseil.....	550
a. Analyse financière et conseil en investissement	551
b. Notation de crédit et conseil.....	554
B. Une qualification propre aux notes et analyses financières : l'opinion prédictive	557
1. L'exigence de méthode dans l'élaboration de l'information	559
2. Le contenu de l'information.....	561
a. La dimension prédictive	561
b. L'interprétation synthétique de l'information disponible	563
§2. L'enjeu de la réglementation : l'objectivité de l'information	566
A. La notion de conflit d'intérêts	566
1. La situation de conflit d'intérêts.....	568
2. La détermination des intérêts en conflit : intérêt personnel et intérêt prévalent	569
B. Les conflits d'intérêts comme facteur d'atteinte à l'objectivité de l'opinion	572
1. L'intérêt personnel des analystes financiers et agences de notation	572
2. L'intérêt prévalent constitué par l'accès des investisseurs à une synthèse objective de l'information	572
SECTION II : Le traitement des conflits d'intérêts comme condition d'objectivité de l'opinion prédictive.....	575
§1. Les remèdes indirects : la prévention des conflits d'intérêts	577
A. Le remède fondé sur la structure du marché de la notation : la concurrence.	578

1.	Un risque de perte d'objectivité lié au caractère oligopolistique du marché de la notation ?	578
2.	La réglementation comme barrière à l'entrée	581
B.	Le remède fondé sur la préservation de l'indépendance des analystes financiers et des agences de notation	584
1.	L'indépendance économique.....	587
2.	L'indépendance opérationnelle	588
a.	Les murailles de Chine	589
b.	L'analyse financière indépendante.....	590
3.	L'indépendance personnelle des analystes : la rotation	592
§2.	Les remèdes directs : le traitement du conflit d'intérêts établi	594
A.	Le contrôle de l'objectivité de l'opinion par les investisseurs : la divulgation du conflit d'intérêts	595
B.	La sanction du défaut d'objectivité en droit de la responsabilité civile	599
1.	La reconnaissance jurisprudentielle de la responsabilité des analystes financiers	600
2.	La reconnaissance légale de la responsabilité des agences de notation	604
a.	La liberté d'expression et d'opinion, obstacle à l'admission de la responsabilité des agences de notation.....	605
b.	La reconnaissance d'une responsabilité spéciale des agences de notation ..	607
i.	Le principe de la responsabilité.....	609
ii.	Les conditions de la responsabilité	613
	CONCLUSION DU TITRE II	619
	CONCLUSION DE LA SECONDE PARTIE	621
	CONCLUSION GÉNÉRALE	623
	BIBLIOGRAPHIE	631
	INDEX	631

Jérôme CHACORNAC

Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers

RÉSUMÉ DE LA THÈSE

L'information constitue l'élément ou l'enjeu de nombreuses règles juridiques en droit financier. Ces règles imposent des obligations d'information aux émetteurs, aux intermédiaires financiers et aux investisseurs. Elles sanctionnent en outre les abus de marché en ce qu'ils constituent des atteintes aux qualités de l'information, et encadrent l'élaboration des opinions émises par les analystes financiers et les agences de notation.

Dans un ensemble aussi hétérogène de règles, l'information reçoit diverses qualifications juridiques. La cohérence en la matière provient de la nécessité d'informer l'ensemble des acteurs du risque inhérent aux instruments financiers. L'information peut être étudiée à partir de ses fonctions intellectuelles, comme savoir communicable permettant de connaître le risque attaché aux instruments financiers. Alors que certaines données permettent de décrire le risque d'investissement, d'autres en servent l'appréciation dans la durée en vue de la réalisation de prédictions.

Le droit positif évolue ainsi en s'appuyant sur ces deux fonctions intellectuelles de l'information : sa fonction descriptive et sa fonction prédictive. Cette analyse permet de renforcer l'intelligibilité d'un dispositif en évolution constante, qui suppose l'articulation du droit des sociétés, du droit des contrats et du droit répressif.

Le droit des instruments financiers peut ainsi faire l'objet d'une analyse ordonnée à partir de l'information comme exigence permettant la prise d'un risque d'investissement.

ABSTRACT

Information constitutes the element or the stake of many a legal rule in financial Law. These rules dictate disclosure obligations to issuers, financial intermediaries and investors. Furthermore, they sanction market abuses, insofar as they undermine the qualities of the information, and provide a legal framework for the elaboration process of opinions voiced by financial analysts and credit rating agencies.

In such a heterogeneous body of rules, diverse legal qualifications are applicable to information. The consistency of the discipline lies in the necessity to inform the participants of the risk inherent to financial instruments. From its intellectual functions, information can be studied as transmittable intelligence permitting a better understanding of the risk financial instruments entail. While some data allows for the description of the investment risk, other data enables its assesment over time in order to realize predictions.

Substantive law evolves by drawing on the two intellectual functions of information: its descriptive function and its predictive function. This analysis helps to reinforce the intellegibility of constantly evolving legislation, which implies the joint study of company law, contract law and criminal business law.

The law of financial instruments can thus be the subject of an analysis stemming from information as a requirement to the taking an investment risk.

MOTS-CLES

Instruments financiers, Fonction, Droit financier, Obligation d'information, Abus de marché, Agences de notation, Emetteurs, Prestataires de services d'investissement