

Université Panthéon-Assas

école doctorale de droit privé

Thèse de doctorat en droit

soutenue le 31 mars 2016

La responsabilité civile sur les marchés financiers



Université Panthéon-Assas

Johan Prorok

DIRECTEUR DE RECHERCHE

Monsieur Hervé SYNDET

Professeur à l'Université PANTHEON-ASSAS (PARIS II)

MEMBRES DU JURY

Monsieur Thierry BONNEAU

Professeur à l'Université PANTHEON-ASSAS (PARIS II)

Monsieur Jean-Jacques DAIGRE

Professeur émérite de l'Université PANTHEON-SORBONNE (PARIS I)

Madame Olympe DEXANT - DE BAILLIENCOURT

Professeur à l'Université de FRANCHE-COMTE

Monsieur Hervé LE NABASQUE

Professeur à l'Université PANTHEON-SORBONNE (PARIS I)

Avertissement

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Principales abréviations

En langue française

Act.	Actualité
Adde	Ajouter
AEDBF	Association européenne pour le droit bancaire et financier
Aff.	Affaire
AJDA	Actualité juridique de droit administratif
al.	Alinéa
art.	Article
Banque & Droit	Revue Banque & Droit
Bull. civ.	Bulletin des arrêts des chambres civiles de la Cour de cassation
Bull. COB	Bulletin mensuel de la Commission des opérations de bourse
Bull. crim.	Bulletin des arrêts de la chambre criminelle de la Cour de cassation
Bull. Joly Bourse	Bulletin Joly Bourse et produits financiers
Bull. Joly Sociétés	Bulletin Joly Sociétés
C. civ.	Code civil
C. consom.	Code de la consommation
C. com.	Code de commerce
C. mon. fin.	Code monétaire et financier
C. pén.	Code pénal
C. proc. pén.	Code de procédure pénale
CA	Cour d'appel
Cah. dr. entr.	Juris-Classeur périodique – Cahiers de droit de l'entreprise
Cass. ass. plén.	Assemblée plénière de la Cour de cassation
Cass. civ.	Chambre civile de la Cour de cassation
Cass. com.	Chambre commerciale de la Cour de cassation
Cass. crim.	Chambre criminelle de la Cour de cassation
Cass. req.	Chambre des requêtes de la Cour de cassation
CE	Communautés Européennes
CEDH	Cour européenne des droits de l'homme
Cf.	<i>Confer</i>
Ch.	Chambre
Chap.	Chapitre
Chron.	Chronique
CJCE	Cour de justice des Communautés européennes
CJUE	Cour de justice de l'Union européenne
CMF	Conseil des marchés financiers
Coll.	Collection
Comm.	Commentaire
Comp.	Comparer
Concl.	Conclusion(s)
Cons. const.	Conseil constitutionnel
Contra	En sens contraire
D.	Recueil Dalloz
D. aff.	Dalloz Affaires

DC	Décision du Conseil constitutionnel
Defrénois	Répertoire du notariat Defrénois
DH	Recueil hebdomadaire de jurisprudence Dalloz
Dir.	Direction
Doctr.	Doctrine
DP	Recueil périodique et critique mensuel Dalloz
Dr. et patr.	Droit et patrimoine
Dr. pén.	Droit pénal
Dr. sociétés	Droit des sociétés
Ed.	Edition, éditions
<i>Et al.</i>	<i>Et alii</i> (et autres)
Fasc.	Fascicule
Gaz. Pal.	Gazette du Palais
Gr. ch.	Grande chambre
<i>Ibid.</i>	<i>Ibidem</i> (au même endroit)
<i>In</i>	Dans
<i>In fine</i>	A la fin
<i>Infra</i>	Ci-dessous
<i>Inter alia</i>	Entre autres
IOSCO-OICV	International Organization of Securities Commissions - Organisation Internationale des Commissions de Valeurs
JCP E	Juris-Classeur périodique, édition entreprise et affaires
JCP G	Juris-Classeur périodique, édition générale
JO	Journal officiel
Journ. sociétés	Journal des sociétés
Jurispr.	Jurisprudence
L.	Loi
LPA	Les Petites Affiches
Obs.	Observation
Op. cit.	Ouvrage précité
P.	Page
Préc.	Précité
Préf.	Préface
Rapp.	Rapport
Rappr.	Rapprocher
RCA	Revue Responsabilité civile et assurances
RDC	Revue des contrats
Rev. crit. DIP	Revue critique de droit international privé
Rev. dr. bancaire et bourse	Revue de droit bancaire et de la bourse
RDBF	Revue de droit bancaire et financier
Rev. sociétés	Revue des sociétés
RG AMF	Règlement général de l'AMF
RID comp., RIDC	Revue internationale de droit comparé
RJ com.	Revue de jurisprudence commerciale
RJDA	Revue de jurisprudence de droit des affaires
Rev. Lamy dr. aff.,	Revue Lamy droit des affaires
RLDA	
Rev. Lamy dr. civ.,	Revue Lamy droit civil

RLDC	
Rev. Lamy Droit de la concurrence	Revue Lamy droit de la concurrence
RRJ	Revue de la recherche juridique - Droit prospectif
RSC	Revue de science criminelle et de pénal comparé
RTD civ.	Revue trimestrielle de droit civil
RTD com.	Revue trimestrielle de droit commercial
RTD eur.	Revue trimestrielle de droit européen
RTDF	Revue trimestrielle de droit financier
s.	suivant(e)s
S.	Sirey
Sect.	Section
Somm.	Sommaire
Spéc.	Spécialement
Supra	Ci-dessus
T.	Tome
T. com.	Tribunal de commerce
T. corr.	Tribunal correctionnel
TGI	Tribunal de grande instance
UE	Union européenne
V.	Voir
Vol.	Volume

En langue anglaise

<i>Am. J. Comp. L.</i>	<i>American Journal of Comparative Law</i>
<i>Ariz. L. Rev.</i>	<i>Arizona Law Review</i>
<i>Berkeley Bus. L.J.</i>	<i>Berkeley Business Law Journal</i>
<i>Brook. L. Rev.</i>	<i>Brooklyn Law Review</i>
<i>B.U. L. Rev.</i>	<i>Boston University Law Review</i>
<i>Bus. Law.</i>	<i>Business Lawyer</i>
<i>Cal. L. Rev., California L. Rev.</i>	<i>California Law Review</i>
<i>Cath. U. L. Rev.</i>	<i>Catholic University Law Review</i>
<i>Case W. Res. L. Rev.</i>	<i>Case Western Reserve Law Review</i>
<i>Colum. L. Rev.</i>	<i>Columbia Law Review</i>
<i>Colum. Bus. L. Rev.</i>	<i>Columbia Business Law Review</i>
<i>Cornell L. Rev.</i>	<i>Cornell Law Review</i>
<i>Del. J. Corp. L.</i>	<i>Delaware Journal of Corporate Law</i>
<i>Duke L. J.</i>	<i>Duke Law Journal</i>
<i>ECFR</i>	<i>European Company and Financial Law Review</i>
<i>Emory L. J.</i>	<i>Emory Law Journal</i>
<i>Entrepreneurial Bus. L.J.</i>	<i>Entrepreneurial Business Law Journal</i>
<i>Fin. Analysts J.</i>	<i>Financial Analysts Journal</i>
<i>Fin. Mgmt</i>	<i>Financial Management</i>
<i>Fla. L. Rev.</i>	<i>Florida Law Review</i>
<i>Fla. St. U. L. Rev.</i>	<i>Florida State University Law Review</i>
<i>Fordham L. Rev.</i>	<i>Fordham Law Review</i>
<i>Geo. L. J.</i>	<i>Georgetown Law Journal</i>

Geo. Was. L. Rev.	<i>George Washington Law Review</i>
Harv. Bus. L. Rev.	<i>Harvard Business Law Review</i>
Harv. L. Rev.	<i>Harvard Law Review</i>
Hastings Bus. L.J.	<i>Hastings Business Law Journal</i>
Ind. L. Rev.	<i>Indiana Law Review</i>
Iowa L. Rev.	<i>Iowa Law Review</i>
J. Bus. & Tech. L.	<i>Journal of Business & Technology Law</i>
J. Corp. L.	<i>Journal of Corporation Law</i>
J. Econ. Persp.	<i>Journal of Economic Perspectives</i>
J. Empirical Legal Stud.	<i>Journal of Empirical Legal Studies</i>
JETL	<i>Journal of European Tort Law</i>
J. Fin.	<i>Journal of Finance</i>
J. Fin. & Quantitative Analysis	<i>Journal of Financial and Quantitative Analysis</i>
J. L. Econ. & Org.	<i>Journal of Law, Economics and Organization</i>
Law & Contemp. Probs.	<i>Law and Contemporary Problems</i>
Lewis & Clark L. Rev.	<i>Lewis & Clark Law Review</i>
McGill L.J.	<i>McGill Law Journal</i>
Md. L. Rev.	<i>Maryland Law Review</i>
Mich. L. Rev.	<i>Michigan Law Review</i>
Minn. L. Rev.	<i>Minnesota Law Review</i>
Nat'l L.J.	<i>National Law Journal</i>
N.C.J. Int'l. & Com. Reg.	<i>North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation</i>
N.C. L. Rev.	<i>North Carolina Law Review</i>
Nw. U. L. Rev.	<i>Northwestern University Law Review</i>
N.Y. L. J.	<i>New York Law Journal</i>
N.Y.L. Sch. L. Rev.	<i>New York Law School Law Review</i>
NYU JL & Liberty	<i>New York University Journal of Law & Liberty</i>
N.Y.U. L. Rev.	<i>New York University Law Review</i>
N.Y.U.J. L & Bus.	<i>New York University Journal of Law & Business</i>
SSRN	<i>Social Science Research Network</i>
St. John's L. Rev.	<i>St. John's Law Review</i>
Stan. J.L. Bus. & Fin.	<i>Stanford Journal of Law, Business & Finance</i>
Stan. L. Rev.	<i>Stanford Law Review</i>
Suffolk J. Trial & App. Adv.	<i>Suffolk Journal of Trial & Appellate Advocacy</i>
Temp. Int'l & Comp. L.J.	<i>Temple International and Comparative Law Journal</i>
Tex. L. Rev., Texas L. Rev.	<i>Texas Law Review</i>
Tul. L. Rev.	<i>Tulane Law Review</i>
U. Chi. L. Rev.	<i>University of Chicago Law Review</i>
U. Ill. L. Rev	<i>University of Illinois Law Review</i>
U. Miami L. Rev.	<i>University of Miami Law Review</i>
U. Pa. L. Rev.	<i>University of Pennsylvania Law Review</i>
UCLA L. Rev.	<i>UCLA Law Review</i>
Utah L. Rev.	<i>Utah Law Review</i>
Va. J. Int'l L.	<i>Virginia Journal of International Law</i>
Va. L. Rev.	<i>Virginia Law Review</i>

<i>Vand. L. Rev., Vanderbilt L. Rev.</i>	<i>Vanderbilt Law Review</i>
<i>Vill. L. Rev.</i>	<i>Villanova Law Review</i>
<i>Wake Forest L. Rev.</i>	<i>Wake Forest Law Review</i>
<i>Wash. & Lee L. Rev.</i>	<i>Washington and Lee Law Review</i>
<i>Wash. U. L. Q.</i>	<i>Washington University Law Quarterly</i>
<i>Wash. U. L. Rev.</i>	<i>Washington University Law Review</i>
<i>Wisconsin L. Rev.</i>	<i>Wisconsin Law Review</i>
<i>Wm & Mary Bus. L. Review</i>	<i>William & Mary Business Law Review</i>
<i>Wm. & Mary L. Rev.</i>	<i>William & Mary Law Review</i>
<i>Yale J. on Reg.</i>	<i>Yale Journal on Regulation</i>
<i>Yale L.J.</i>	<i>Yale Law Journal</i>

En langue allemande

AG	<i>Die Aktiengesellschaft</i>
BAFIN	<i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht</i>
BB	<i>Betriebs-Berater</i>
BGB	<i>Bürgerliches Gesetzbuch</i>
BGH	<i>Bundesgerichtshof</i>
BKR	<i>Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht</i>
BörsG	<i>Börsengesetz</i>
DB	<i>Der Betrieb</i>
KapMuG	<i>Kapitalmarkt- Musterverfahrensgesetz</i>
NJW	<i>Neue Juristische Wochenschrift</i>
WM	<i>Wertpapier-Mitteilungen</i>
WpHG	<i>Wertpapierhandelsgesetz</i>
ZBB	<i>Zeitschrift Bankrecht und Bankwirtschaft</i>
ZHR	<i>Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht</i>
ZIP	<i>Zeitschrift für Wirtschaftsrecht</i>
ZRP	<i>Zeitschrift für Rechtspolitik</i>

SOMMAIRE

PREMIERE PARTIE :

DE LEGE LATA, L'AMENAGEMENT DE LA RESPONSABILITE CIVILE

TITRE I : L'AMENAGEMENT PAR LE JUGE

**CHAPITRE I : LA REPARATION D'UNE ALTERATION DU COURS PAR
L'INFORMATION EN DROIT AMERICAIN**

**CHAPITRE II : LA REPARATION D'UNE ALTERATION DE LA DECISION
PAR L'INFORMATION EN DROIT FRANCAIS**

TITRE II : L'AMENAGEMENT PAR LE LEGISLATEUR

**CHAPITRE I : LES REGIMES SPECIAUX «ALIBIS» EN CAS
D'INFORMATION DEFECTUEUSE EN DROITS ALLEMAND ET ANGLAIS**

**CHAPITRE II : LE REGIME SPECIAL A FINALITE DISSUASIVE EN CAS
D'OPERATION D'INITIE EN DROIT AMERICAIN**

DEUXIEME PARTIE :

DE LEGE FERENDA, L'APPLICATION DU DROIT COMMUN

TITRE I : LE CHOIX DE POLITIQUE JURIDIQUE

CHAPITRE I : L'INFORMATION PUBLIQUE DEFECTUEUSE

CHAPITRE II : L'INTERVENTION FRAUDULEUSE SUR LE MARCHE

TITRE II : LA MISE EN ŒUVRE DU CHOIX DE POLITIQUE JURIDIQUE

CHAPITRE I : LES ASPECTS SUBSTANTIELS

CHAPITRE II : LES ASPECTS PROCESSUELS

INTRODUCTION

1 - **La responsabilité civile sur les marchés financiers. Intérêt du sujet.** L'objectif de notre thèse est d'étudier comment le particularisme des marchés financiers rejaillit sur la mise en œuvre de la responsabilité civile. Il s'agit, plus précisément, de confronter un domaine spécifique, les marchés financiers, à notre droit commun de la responsabilité civile, dont ces derniers relèvent, dans le but de déterminer s'il convient d'adapter le droit commun en la matière et, dans l'affirmative, dans quelle mesure. La question suscite d'autant plus d'intérêt que son étude en droit français est assez récente, et qu'elle est loin d'être résolue.

Le sujet est pour l'essentiel délaissé par la doctrine civiliste, qui ignore largement la réparation des préjudices causés sur les marchés financiers. Cela est d'autant plus surprenant qu'un certain nombre de domaines retiennent, au contraire, particulièrement l'attention (le droit médical ou celui de l'environnement notamment), ou commencent au moins à être étudiés (le droit de la concurrence par exemple), enrichissant ainsi la réflexion civiliste. Les marchés financiers ne sont, pour leur part, que rarement évoqués¹, et ce alors même que la jurisprudence se développe en la matière. Sans doute la technicité de la matière et le particularisme des marchés financiers ont-ils eu, pour l'instant, raison de l'intérêt des auteurs.

La situation est plus complexe au sein de la doctrine issue du droit des affaires. Deux champs sont alors à distinguer. D'un côté, la responsabilité civile des prestataires financiers est assez largement étudiée, ne serait-ce que parce qu'elle donne lieu à une jurisprudence abondante et largement commentée. De l'autre, la responsabilité civile résultant des manquements commis dans l'information du public et des abus de marché a longtemps été totalement délaissée, sans doute parce qu'elle ne suscitait quasiment aucune jurisprudence ; le contraste était alors saisissant avec le droit américain, caractérisé par une jurisprudence pléthorique et une doctrine y consacrant des développements très substantiels². Le vent est toutefois en train de

¹ Les entrées « *marché* », « *finance* », « *financier* » ou « *bourse* » ne figurent ainsi pas dans les tables des matières des principaux manuels de droit de la responsabilité civile.

² V., par exemple, le manuel de T.L. Hazen, *The Law of Securities Regulation, Hornbook Series, West*, 2009, 6^e éd., qui consacre environ 150 pages à la réparation des préjudices subis sur les marchés financiers sur un total

tourner. Des régimes spéciaux ont été adoptés dans d'autres systèmes juridiques européens et, si tel n'est pas encore le cas en France, la jurisprudence commence à s'y développer sous la pression d'investisseurs voulant obtenir réparation. La question est désormais, en tout cas, d'une grande actualité, suscitant un engouement croissant de la part de la doctrine³ - dont plusieurs thèses de doctorat récentes⁴ -, des professionnels⁵ et des autorités⁶. Elle reste toutefois fort débattue, chacun avançant des arguments et des propositions fort éloignés, et ne semble avoir trouvé à ce jour aucune réponse satisfaisante.

Notre recherche a un cadre, la rencontre entre la responsabilité civile et un domaine particulier, les marchés financiers, bien différent de ses champs habituels (**Chapitre I**). Elle a un objet, la question de politique juridique relative à un aménagement de la responsabilité civile sur les marchés financiers (**Chapitre II**).

d'environ 750 pages (soit un cinquième de son contenu). Il en est de même des autres manuels et des traités. Les articles sont par ailleurs extrêmement nombreux. Enfin, les manuels généraux de responsabilité civile abordent, quoique brièvement, le domaine des marchés financiers à travers la théorie de la fraude sur le marché (v., par exemple, D.B. Dobbs, *The Law of Torts, Hornbook Series, West*, 2000, p. 1358 et s.).

³ Un certain nombre d'articles a été publié depuis une vingtaine d'années sur le sujet. Les développements y relatifs dans les manuels de droit financier sont également devenus plus substantiels dans les dernières éditions. V., notamment, Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, coll. Corpus Droit privé, 2010, 3^e éd., spéc. n° 528 et s. ; A. Couret, H. Le Nabasque, M.-L. Coquelet, Th. Granier, D. Poracchia, A. Raynouard, A. Reygrobellet et D. Robine, *Droit financier*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2012, 2^e éd. (désormais cité A. Couret, H. Le Nabasque et al., *Droit financier*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2012, 2^e éd.), spéc. n° 1469 et s.

⁴ Plusieurs thèses de doctorat récentes traitent ou abordent le problème de la réparation des préjudices subis sur les marchés financiers : K. Deckert, *La sollicitation publique des investisseurs en droits communautaire, français et allemand*, th. Paris I et Université de Hambourg, dir. D. Carreau et K.J. Hopt, 2009 ; N. Spitz, *La réparation des préjudices boursiers*, préf. A. Pietrancosta, RB éd., coll. Droit fiscalité, 2010 ; A. Sotiropoulou, *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit de l'Union européenne*, préf. A. Couret et A. Prüm, Larcier, coll. de la Faculté de droit, d'économie et de finance de l'Université du Luxembourg, 2012 ; K. Sergakis, *La transparence des sociétés cotées en droit européen*, préf. J.-J. Daigre, IRJS éd., coll. Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, t. 41, 2013 ; J. Chacornac, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, préf. F. Drummond, Dalloz, 2014.

⁵ Des ouvrages spéciaux, publiés par des professionnels, y consacrent également un certain nombre de développements. V., ainsi, D. Martin, E. Dezeuze et F. Bouaziz (en collaboration avec M. Françon), *Les abus de marché : manquements administratifs et infractions pénales*, LexisNexis, coll. Droit & Professionnels, 2013 ; P. Clermontel, *Le droit de la communication financière*, préf. N. Molfessis, Joly-Lextenso éd., coll. Pratique des affaires, 2009. Des groupes de travail enfin se sont constitués sur le sujet (v. rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, présidé par A. Lévy-Lang et D. Tricot).

⁶ Rapport de l'AMF relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs émis par le groupe de travail présidé par Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux le 25 janvier 2011 dans la ligne du plan stratégique de l'AMF du 29 juin 2009 (dit « rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux »).

CHAPITRE I - LE CADRE DE LA RECHERCHE : LA RENCONTRE ENTRE RESPONSABILITE CIVILE ET MARCHES FINANCIERS

2 - **Le cadre de la recherche : la rencontre entre la responsabilité civile et les marchés financiers.** Notre recherche amène à une rencontre originale, celle de deux acteurs *a priori* fort éloignés. D'un côté, la théorie de la responsabilité civile conçue par les rédacteurs du Code civil de 1804, à l'aune des rapports essentiellement bilatéraux qui dominaient au début du 19^e siècle. L'institution, si elle a connu depuis une évolution profonde et fait encore l'objet d'importantes lignes de fracture, reste cependant bien établie sur ses bases depuis, maintenant, plus de deux siècles. D'un autre côté, les marchés financiers, qui se sont développés bien plus tard, dans la seconde moitié du 20^e siècle en France et surtout à partir des années 1980, mais se sont aujourd'hui imposés au sein d'une économie capitaliste vibrant au rythme de leurs succès et de leurs crises⁷, et de leur mutation constante. De nature profondément collective, ils s'inscrivent mal dans la logique essentiellement individuelle de la responsabilité civile.

Après avoir présenté les deux acteurs de la rencontre (**Section I**), nous en décrirons les modalités, ce qui nous permettra de délimiter le champ d'application de la thèse (**Section II**).

Section I - Les acteurs de la rencontre

3 - **Les acteurs de la rencontre : la responsabilité civile et les marchés financiers.** Dans cette rencontre entre responsabilité civile et marchés financiers, c'est, plus précisément, la philosophie de l'une (**Paragraphe 1**) et le particularisme des autres⁸ (**Paragraphe 2**) qui s'opposent.

⁷ Sans remonter encore plus avant, l'on assiste depuis une vingtaine d'années à une succession ininterrompue de crises financières, entraînant à chaque fois un renforcement significatif de l'appareil normatif : les scandales comptables majeurs touchant les sociétés cotées aux Etats-Unis et en Europe à la fin des années 1990 et au début des années 2000 ; l'éclatement de la bulle « *Internet* » en 2003 ; la crise dite des « *subprimes* » et la faillite de Lehmann Brothers en 2007 et 2008 ; et enfin la crise des dettes souveraines au cours des années 2010.

⁸ Précisons que c'est le particularisme des marchés financiers eux-mêmes qui constitue notre propos, plus que celui du droit des marchés financiers (ou droit financier), que la doctrine a d'ailleurs parfaitement montré. V. notamment, sur le particularisme du droit financier, A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 8.

Paragraphe 1 - La philosophie de la responsabilité civile

- 4 - **La philosophie de la responsabilité civile. Une logique individuelle.** Comme l'explique fort bien Mme Geneviève Viney, la philosophie du Code civil en matière de responsabilité civile se traduit par trois caractéristiques essentielles : l'universalisme (à travers l'instauration d'un principe général de responsabilité, et non un droit des délits spéciaux), le moralisme (à travers la prééminence de la faute) et l'individualisme⁹. En vérité, c'est essentiellement cette dernière caractéristique qui pose problème au regard des marchés financiers, de sorte qu'elle seule retiendra notre attention ici. Toutefois, avant de pouvoir mettre en évidence sa logique individuelle (B), il nous faut d'abord rappeler les fondements de la responsabilité civile (A).

A - Les fondements de la responsabilité civile

- 5 - **Les fondements de la responsabilité civile : la faute et le risque.** Commencer par exposer les fondements de la responsabilité civile nous permet en effet d'introduire la définition et le cadre de celle-ci. Ces fondements sont connus : il s'est agi d'abord de la faute (1), puis du risque (2).

1 - Le fondement de la faute

- 6 - **La théorie générale de la responsabilité civile. Le triomphe de la faute.** La responsabilité civile peut être définie, en première approche, comme l'obligation qui pèse sur la personne à l'origine d'un dommage¹⁰ causé à autrui de le réparer « *en offrant à la victime une*

⁹ G. Viney, *Traité de droit civil, Introduction à la responsabilité*, dir. J. Ghestin, LGDJ, 2008, 3^e éd., n° 13 et s. Adde Ph. Brun, *Responsabilité civile extracontractuelle*, LexisNexis, coll. Manuel, 2014, 3^e éd., n° 9.

¹⁰ La doctrine est divisée sur le point de savoir s'il faut distinguer les notions de dommage et de préjudice – le dommage serait l'atteinte, la lésion elle-même, tandis que le préjudice serait la conséquence, la suite négative de cette atteinte ou lésion – ou bien les tenir pour synonymes. Traditionnellement la doctrine opte pour la seconde option, estimant que la distinction n'offre que peu d'intérêt. Un certain nombre d'auteurs appellent toutefois à sa restauration en vue d'une clarification. D'ailleurs, le projet Catala (cf. *infra*) a repris cette distinction en manifestant sa volonté de « *donner des sens distincts aux termes "dommage" et "préjudice", le dommage désignant l'atteinte à la personne ou aux biens de la victime et le préjudice, la lésion des intérêts patrimoniaux ou extra-patrimoniaux qui en résulte* » (note subpaginale sous l'article 1343). Il est vrai que cette distinction a le mérite d'une plus grande clarté conceptuelle. Toutefois, nous ne la retiendrons pas dans la mesure où, restant controversée en doctrine et ne correspondant pas à l'état du droit positif, elle compliquerait inutilement l'analyse. V., en ce sens, B. Fages, *Droit des obligations*, LGDJ-Lextenso éd., 2015, 5^e éd., n° 367.

compensation »¹¹. Elle englobe tant la responsabilité contractuelle que la responsabilité délictuelle ou extracontractuelle, la première découlant de l'inexécution d'un acte juridique, le contrat, tandis que la seconde résulte d'un fait juridique, c'est-à-dire d'un fait auquel la loi attache un effet créateur d'obligation indépendamment de la volonté des parties. En effet, comme le soutient la doctrine majoritaire, seule une différence de régime, tenant à la source spécifique de la responsabilité contractuelle¹², et non de nature distingue ces deux ordres de responsabilité civile¹³. C'est toutefois la responsabilité délictuelle qui nous intéressera plus particulièrement au titre de cette thèse.

Inscrite par les rédacteurs du Code civil de 1804 aux articles 1382 et suivants, elle consacre, de la manière la plus solennelle, la faute comme fondement exclusif de la responsabilité civile. L'article 1382 du Code civil érige ainsi un principe général de responsabilité pour faute pour les fautes intentionnelles (délits civils), en vertu duquel « *tout fait quelconque de l'homme qui cause à autrui un dommage oblige celui par la faute duquel il est arrivé à le réparer* », tandis que l'article 1383 reprend le même principe pour les fautes non intentionnelles d'imprudence et de négligence (quasi-délits) en prévoyant que « *chacun est responsable du dommage qu'il cause non seulement par son fait mais encore par sa négligence ou par son imprudence* »¹⁴. L'avènement du Code civil marque donc le triomphe de la responsabilité dite « *subjective* ».

¹¹ V. G. Viney, *Introduction à la responsabilité*, op. cit., n° 1. Adde M. Bacache-Gibeili, *Traité de droit civil*, t. 5, *Les obligations, La responsabilité civile extracontractuelle*, Economica, coll. Corpus Droit privé, 2016, 3^e éd., n° 1.

¹² La responsabilité civile contractuelle, prévue aux articles 1146 à 1155 du Code civil dans une section intitulée « *des dommages et intérêts résultant de l'inexécution de l'obligation* », se signale notamment par la possibilité d'un aménagement conventionnel de la responsabilité par les parties, interdit en matière délictuelle, et la limitation de la réparation au dommage prévisible, contraire au principe de réparation intégrale gouvernant la responsabilité délictuelle.

¹³ Une doctrine minoritaire conteste l'existence de la responsabilité contractuelle au prétexte que les dommages-intérêts en cas de manquement au contrat ne sont qu'une forme d'exécution par équivalent et n'ont donc qu'une fonction satisfaisante et non compensatoire (v., notamment, Ph. Rémy, *La responsabilité contractuelle : histoire d'un faux concept*, RTD civ., 1997, p. 323 ; Ph. Le Tourneau, *Droit de la responsabilité et des contrats, régimes d'indemnisation*, Dalloz, coll. Dalloz action, 2014, 10^e éd., n° 802 et s.). Mais la doctrine majoritaire n'a, à juste titre, pas retenu cette conception restrictive. D'une part, l'allocation de dommages-intérêts n'équivaut pas à l'exécution de l'obligation (sauf s'il s'agit d'une obligation de somme d'argent). D'autre part, les dommages-intérêts contractuels sont susceptibles de réparer l'inexécution proprement dite mais aussi les préjudices résultant de ladite inexécution. On relèvera en outre que les régimes spéciaux ont tendance à ne plus distinguer entre ces deux formes de responsabilité civile.

¹⁴ La consécration de la faute comme fondement exclusif de la responsabilité civile par les rédacteurs du Code civil ne les a pas empêchés de reconnaître, à côté du fait personnel, deux autres faits générateurs de responsabilité que sont le fait d'autrui et le fait des choses. L'article 1384 alinéa 1^{er} du Code civil prévoit notamment qu'« *on est responsable non seulement du dommage que l'on cause par son propre fait mais encore de celui qui est causé par le fait des personnes dont on doit répondre ou des choses que l'on a sous sa garde* ». Toutefois, dans leur esprit, ces cas particuliers reposaient en fait sur des présomptions de faute (notamment de

2 - Le fondement du risque

7 - **L'évolution de la responsabilité civile délictuelle. Le déclin de la faute.** Le triomphe n'a été que de courte durée. S'il est, en effet, un domaine du droit qui a été marqué par une évolution profonde et continue, en dépit de la constance des cinq articles fondateurs du Code civil, c'est bien le droit de la responsabilité civile. La démonstration en a été largement faite et depuis longtemps, si bien qu'on n'en rappellera qu'à grands traits les principaux aspects¹⁵. Le mouvement se caractérise essentiellement, d'une part, par une objectivation et un déclin de la responsabilité civile et d'autre part, par une socialisation des risques¹⁶.

La responsabilité civile a, en premier lieu, fait l'objet d'une profonde mutation, tant dans ses fondements que dans son unité. Le fondement originel de la faute, adapté aux rapports sociaux prévalant au temps des rédacteurs du Code civil 1804, est apparu assez vite insuffisant à protéger les victimes des nouveaux risques apparus avec l'industrialisation de la fin du 19^e siècle. La doctrine a alors milité pour la prise en compte d'un nouveau fondement de la responsabilité civile à travers la théorie du risque, selon laquelle c'est à la personne à l'origine d'une activité et qui en tire les fruits d'en supporter aussi les risques. Cela s'est traduit par un fort mouvement d'objectivation de la responsabilité civile, rendu possible par le développement de l'assurance, qui s'est manifesté tant par l'intervention de la jurisprudence dans le cadre du droit commun de la responsabilité du fait des choses et du fait d'autrui, que par celle du législateur à travers la multiplication de régimes spéciaux sans faute (dits « *objectifs* »), voire sans exigence de causalité.

surveillance) et n'étaient en vérité que des déclinaisons du principe de responsabilité pour faute, de sorte que celle-ci demeurerait l'élément fédérateur de la responsabilité civile. V. M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 8.

¹⁵ De nombreux ouvrages et articles ont été consacrés à l'évolution moderne de la responsabilité civile. V., notamment, G. Viney, *Le déclin de la responsabilité individuelle*, préf. A. Tunc, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 53, 1965. Adde G. Viney, *Les grandes orientations du droit de la responsabilité civile*, Cah. dr. entr., Entretiens de Nanterre, 1992, 29 ; F. Chabas, *Cent ans de responsabilité civile*, Gaz. Pal. 23-24 août 2000, 2 ; Ch. Radé, *Réflexions sur les fondements de la responsabilité*, D., 1999, chron., 313 et 323. V., également, les colloques suivants : *Quel avenir pour la responsabilité civile ?*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2015 ; *Journée Henri, Léon et Jean Mazeaud : La responsabilité civile*, dir. M. Grimaldi, Association Henri Capitant, LPA, n° spécial, 31 août 2006, n° 174 ; *Les métamorphoses de la responsabilité*, Sixièmes journées R. Savatier, PUF, 1997 ; *La responsabilité civile à l'aube du XXI^e siècle : bilan prospectif*, RCA, 2001, n° 6 bis, juin 2001.

¹⁶ V. Ph. Le Tourneau, *op. cit.*, n° 1303. Dès 1963, R. Savatier, *Personnalité et dépersonnalisation de la responsabilité civile*, in *Mélanges Laborde-Lacoste*, éd. Brière, 1963, p. 321, parlait d'une « *dépersonnalisation de la responsabilité civile* ». Décrivant une telle évolution, v. Y. Lambert-Faivre, *L'évolution de la responsabilité civile d'une dette de responsabilité à une créance d'indemnisation*, RTD civ., 1987, p. 1.

Au déclin de la faute, ayant cédé une bonne partie de son empire au risque, s'est, en second lieu, ajouté celui de la responsabilité civile elle-même. En effet, celle-ci est, désormais, plus que sérieusement concurrencée par des procédés indemnitaires ne reposant plus sur la logique de la responsabilité, qui suppose de rechercher la personne responsable du dommage pour le lui faire supporter, mais sur la socialisation des risques. C'est un changement total de paradigme qui se manifeste par le recours croissant à la solidarité nationale, à travers notamment le développement de la Sécurité sociale et des régimes et des fonds d'indemnisation collective, seuls à même de faire face à l'expansion des risques de grande ampleur (catastrophes naturelles, terrorisme, etc.). Se pose ainsi « *la question de la place de la responsabilité civile au sein de cet ensemble plus vaste qu'on peut appeler le droit de la réparation des dommages* »¹⁷. Il en résulte, au total, un bouleversement, une « *crise de la responsabilité* », que la doctrine appelle à se réformer en profondeur¹⁸.

- 8 - **Le maintien de la faute. L'idéologie de la réparation.** Si le risque est devenu un nouveau fondement de la responsabilité civile délictuelle, il n'a fait que concurrencer la faute : il ne l'a jamais éliminée. Certes elle n'occupe plus qu'une position relative et non exclusive, mais elle se maintient envers et contre tout. Elle demeure le socle fondateur de l'institution et même, d'une certaine manière, son modèle. Elle figure d'ailleurs en bonne place au sein des projets nationaux de réforme de la responsabilité civile¹⁹, comme des projets européens d'harmonisation²⁰. Louée pour sa « *verdeur* »²¹, elle paraît ainsi loin de disparaître. Elle

¹⁷ Ph. Brun, *op. cit.*, n° 11.

¹⁸ Le mouvement est assez unanime. V., *inter alia*, G. Viney, *Modernité ou obsolescence du Code civil ? L'exemple de la responsabilité*, in *Libre droit : mélanges en l'honneur de Philippe Le Tourneau*, Dalloz, 2008, 1041 ; du même auteur, *Quelques propositions de réforme du droit de la responsabilité civile*, D., 2009, p. 2944 ; Ch. Radé, *Plaidoyer en faveur d'une réforme de la responsabilité civile*, D., 2003, chron., p. 2247 ; *Incertitude et réparation des dommages* (synthèse V. Heuzé), in *Le traitement juridique et judiciaire de l'incertitude*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2008, p. 97, appelant à une remise à plat complète du système qui, à force de modifications diverses, a perdu toute cohérence. L'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, JORF n° 0035 du 11 février 2016, texte n° 26, n'a, pour l'essentiel, pas modifié le droit de la responsabilité civile.

¹⁹ V. P. Catala (dir.), *Avant-projet de réforme du droit des obligations et de la prescription*, La Documentation française, 2006, dit « *projet Catala* » ; F. Terré (dir.), *Pour une réforme du droit de la responsabilité civile*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2011, dit « *projet Terré* ». *Adde* proposition de loi portant réforme de la responsabilité civile, présentée par M. Laurent Bêteille et déposée au Sénat le 9 juillet 2010, session extraordinaire de 2009-2010, n° 657.

²⁰ Sur les projets européens d'harmonisation, v. *Study Group on a European Civil Code*, dirigé par M. Christian Von Bar ; *European Group on Tort Law*, ayant abouti à la rédaction de principes de droit européen (v. O. Moréteau et M. Séjean, *Principes du droit européen de la responsabilité civile*, coll. Droit privé comparé et européen, Société de législation comparée, 2011). Sur le droit français face aux projets européens, v. notamment Groupe de recherche européen sur la responsabilité civile et l'assurance (GRERCA), *Le droit français de la responsabilité civile confronté aux projets européens d'harmonisation*, IRJS éd., coll. Bibliothèque de l'Institut

participe enfin largement au mouvement actuel de diversification du préjudice qui, lui, redonne de la vigueur à la responsabilité civile et se manifeste à travers l'apparition de nouveaux préjudices individuels (par exemple le préjudice moral), mais également de préjudices collectifs, dont certains sont particulièrement abstraits et détachés de toute atteinte individuelle, comme le préjudice d'atteinte à la nature ou « *préjudice écologique pur* ». Cette prolifération des préjudices réparables s'inscrit toutefois dans une « *soif de réparation* » toujours plus grande et dans une « *idéologie de la réparation* » dénoncée avec force et à juste titre par la doctrine²², donnant encore plus d'actualité à l'idée ancienne mais récurrente d'une hiérarchisation des préjudices²³.

La responsabilité civile délictuelle pour faute sera, en tout état de cause, au centre de notre étude, dans la mesure où, comme nous l'avons dit, la matière financière continue de relever du droit commun, faute d'un quelconque régime spécial, et où, les faits générateurs que nous étudierons seront essentiellement de nature délictuelle. Ses fondements ayant été précisés, il est maintenant possible d'explicitier en quoi la responsabilité civile s'inscrit dans une logique individuelle.

B - La logique individuelle de la responsabilité civile

- 9 - **La logique individuelle de la responsabilité civile.** La logique individuelle de la responsabilité civile pose, de manière générale, problème dès lors que doit être appréhendée une dimension collective (1). Le problème est, toutefois, encore plus aigu sur les marchés financiers au sens où la dimension collective prend alors une tournure bien plus spécifique : elle est multilatérale (2).

de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, t. 36, 2012 ; Ph. Brun et Ch. Quézel-Ambrunaz, *French Tort Law Facing Reform, Journal of European Tort Law*, 2013, p. 78.

²¹ Ph. Le Tourneau, *La verdeur de la faute ou de la relativité de son déclin*, RTD civ., 1988, p. 505.

²² V., notamment, L. Cadiet, *Sur les faits et les méfaits de l'idéologie de la réparation*, in *Le juge entre deux millénaires : mélanges offerts à Pierre Drat*, Dalloz, 2000, p. 495 ; D. Mazeaud, *Famille et responsabilité : réflexions sur quelques aspects de l'idéologie de la réparation*, in *Le droit privé français à la fin du XXe siècle : études offertes à Pierre Catala*, Litec, 2001, p. 569.

²³ Déjà au centre de la théorie de la garantie proposée par B. Starck, *Essai d'une théorie générale de la responsabilité civile considérée dans sa double fonction de garantie et de peine privée*, th. Paris, 1947, l'idée d'une hiérarchisation des préjudices est toujours vivace. V., par exemple, J.-S. Borghetti, *Les intérêts protégés et l'étendue des préjudices réparables en droit de la responsabilité civile extra-contractuelle*, in *Etudes offertes à Geneviève Viney : Liber amorum*, LGDJ-Lextenso éd., 2008, p. 145, qui appelle à une indemnisation différenciée en fonction du type d'intérêt lésé (intégrité corporelle, intégrité des biens, intérêts incorporels, etc.). Adde G. Viney et P. Jourdain, *Traité de droit civil, Les effets de la responsabilité*, dir. J. Ghestin, LGDJ-Lextenso éd., 2011, 3^e éd., n° 58-1, et les interrogations de Ph. Brun, *op. cit.*, n° 206 et 207.

1 - Le problème général d'appréhension de la dimension collective

10 - **L'absence de prise en compte originelle de la dimension collective par la responsabilité civile.** Lorsque Mme Geneviève Viney fait référence à l'individualisme de la responsabilité civile²⁴, elle vise en fait l'absence d'allusion au sein du code à la responsabilité collective (c'est-à-dire celle de plusieurs individus) ou à celle des groupements tels que les sociétés et les associations. En clair, c'est uniquement la responsabilité individuelle, c'est-à-dire celle d'un seul individu, qui est envisagée, à l'exclusion de celle d'un quelconque groupement, qu'il soit doté de la personnalité morale ou pas. Mme Geneviève Viney se place donc essentiellement du point de vue de l'auteur en qualifiant d'« *individualiste* » la philosophie de la responsabilité civile. Pourtant, sa remarque vaut tout autant si l'on se place du côté des victimes. Elle écrit d'ailleurs en des lignes fort parlantes : « *on peut d'ailleurs penser que la position des codificateurs ne fut pas seulement ni même principalement le fruit d'une option philosophique délibérée, mais, plus simplement, le reflet des structures sociales et économiques de la société française à la fin du XVIIIe siècle. En effet dans un monde où l'activité économique demeurait principalement artisanale, les relations de droit privé mettaient généralement en présence des individus et, en cas de dommage, c'était donc un litige entre individus qu'il fallait, le plus souvent, trancher* ».

En d'autres termes, c'est non seulement la pluralité d'auteurs mais également de victimes qui est ignorée du Code civil. Et, il faut bien le reconnaître, c'est au regard des secondes que cette absence de prise en compte de toute dimension collective est aujourd'hui la plus gênante. Il est banal, en effet, de constater la multiplication contemporaine de dommages de masse, c'est-à-dire d'une ampleur telle qu'ils affectent un grand nombre de victimes, tant en droit de la consommation, de la santé que de l'environnement. Les causes en sont connues : développement scientifique, industriel et technologique, avènement de la société de consommation et, encore à plus grande échelle, atteinte portée au milieu naturel. Or, comme le met bien en évidence Mme Anne Guégan-Lécuyer, dans sa thèse intitulée « *dommages de masse et responsabilité civile* », la responsabilité civile a été conçue pour résoudre des conflits de nature individuelle et non pour répondre à des dommages d'une telle ampleur : « *l'optique dans laquelle la responsabilité civile fut construite apparaît ainsi totalement étrangère au cas*

²⁴ G. Viney, *Introduction à la responsabilité*, op. cit., n° 13 et s. Adde Ph. Brun, op. cit., n° 9.

où un fait quelconque de l'homme cause à une masse d'autrui un dommage. Le modèle classique du conflit entre deux individus vole en éclats puisque l'auteur des dommages n'est plus confronté à un seul individu mais à un grand nombre de victimes »²⁵.

Toutefois, comme le note cet auteur, la responsabilité civile a su réagir au défi que lui ont posé les dommages de masse, en développant la théorie du risque à travers l'objectivation de la faute dans le cadre du droit commun et des régimes spéciaux de responsabilité civile. Tout en reconnaissant que la concurrence exercée par les régimes et fonds d'indemnisation mis en place a rudement éprouvé la responsabilité civile, elle défend l'idée, dans une approche prospective, que celle-ci a encore son mot à dire en matière de dommages de masse²⁶, au regard notamment des limites budgétaires s'imposant aux systèmes d'indemnisation et de la fonction dissuasive qu'elle est la seule à assurer - et ce y compris lorsqu'elle est soutenue par l'assurance -, et propose pour ce faire différents aménagements substantiels (notamment la création d'un droit d'exception en la matière, faisant intervenir en premier lieu un régime de responsabilité et, subsidiairement, un système d'indemnisation à partir d'un certain seuil) et procéduraux.

2 - Le problème spécifique d'appréhension de la dimension multilatérale

- 11 - **Le dépassement de la dimension collective par les marchés financiers : la dimension multilatérale.** L'absence de prise en compte de la dimension collective en droit commun de la responsabilité civile délictuelle pose également un sérieux problème au regard du droit financier, dès lors que les marchés financiers sont, par nature, des lieux collectifs, susceptibles eux aussi de connaître des dommages de masse. Si l'on en retient la définition qu'en donne Mme Anne Guégan-Lécuyer, l'on pourrait même considérer que, parmi ces dommages de masse, figure en outre une atteinte abstraite au système financier, une sorte de « *préjudice financier pur* » à l'instar du préjudice écologique pur, dès lors que les crises financières relèvent bien du « *droit des catastrophes* » et causent un dommage au système financier et à l'économie dans son ensemble. La crise des *subprimes*, dont on a vu les effets dévastateurs,

²⁵ A. Guégan-Lécuyer, *Dommages de masse et responsabilité civile*, préf. P. Jourdain, avant-propos G. Viney, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 472, 2006, n° 3.

²⁶ Qu'elle définit, dans un louable effort de conceptualisation, « *comme des atteintes aux personnes, aux biens ou au milieu naturel qui touchent un grand nombre de victimes à l'occasion d'un fait dommageable unique, ce dernier pouvant consister en un ensemble de faits dommageables ayant une origine commune* » (*ibid.*, n° 428).

ne le démentira pas. Il nous semble, toutefois, que seuls les régimes et fonds d'indemnisation pourraient être d'un véritable secours pour ce type de préjudice, tout du moins au regard de l'indemnisation des investisseurs, de sorte que la responsabilité civile n'y trouve guère sa place, d'où l'exclusion de cette problématique de notre étude²⁷.

Mais il y a bien plus. Comme nous le verrons, les marchés financiers ne se caractérisent pas seulement par une dimension collective classique, au sens où sont impliquées une multitude de personnes. Leur dimension collective est bien plus spécifique : elle est multilatérale, en ce qu'elle se traduit par une confrontation multilatérale des ordres au sein d'un système organisé afin d'aboutir à l'établissement d'un cours de bourse et à la conclusion des transactions. Les marchés financiers se caractérisent ainsi par une forte interdépendance et une grande instabilité des échanges qui s'y nouent. Il en résulte que, s'il l'on se trouve ici encore en présence des dommages de masse, ceux-ci sont d'une nature autrement plus complexe. Le défi qui est lancé à la responsabilité civile est ainsi bien plus important. Déjà bien mal armée face aux dommages de masse classiques, elle va de fait se révéler, sur les marchés financiers, largement inadaptée.

Paragraphe 2 - Le particularisme des marchés financiers

- 12 - **La notion générale de marché.** Si la notion de marché apparaît, de prime abord, évidente, elle est, en vérité, assez difficile à appréhender. Premièrement, il n'existe pas de notion juridique du marché en tant que tel, et ce d'autant que celle-ci est commune à diverses branches du droit - droit financier, mais également droit de la concurrence ou droit de la consommation²⁸. Deuxièmement, la notion est polysémique, si bien qu'empruntant ensuite aussi bien à l'économie qu'au droit, de nombreuses définitions ont pu en être données à la fois par les juristes et par les économistes. Trois définitions ont été, toutefois, principalement avancées²⁹. Dans un premier sens, « *le marché peut être défini comme le lieu où s'effectuent les transactions, où se rencontrent les acheteurs et les vendeurs* »³⁰ : l'accent est mis sur la

²⁷ Cf. *infra*, de manière générale, sur l'exclusion des préjudice collectifs.

²⁸ Il existe des notions techniques utilisant le terme de marché comme le « *marché pertinent* » en droit de la concurrence, les « *marchés publics* » en droit public économique ou encore les « *marchés réglementés* » en droit financier, mais aucune de ces notions ne correspond à la notion générique de marché.

²⁹ V., notamment, Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 5.

³⁰ *Ibid.*

notion de lieu d'échange³¹, celui-ci pouvant revêtir un caractère abstrait s'agissant des marchés financiers qui, en raison de leur électronique, n'ont généralement plus de localisation géographique³². Dans un deuxième sens, le marché est défini par les contrats qui y sont négociés eux-mêmes, que ces contrats portent sur la fourniture de marchandises, de valeurs ou de services : l'accent est mis sur l'élément conventionnel de la transaction³³, le marché s'identifiant alors à celle-ci³⁴. Dans un troisième sens, le marché peut être défini comme la structure mise en place afin de permettre des échanges et notamment de dégager un prix : l'accent est mis sur l'organisation³⁵.

- 13 - **Le particularisme des marchés boursiers.** Vaste champ que celui des marchés financiers et donc, corrélativement, de la responsabilité civile dans ce domaine. Il est, dès lors nécessaire, de se concentrer sur ce qui, en leur sein, présente le plus grand particularisme au regard de l'application de la responsabilité civile. Or, si les définitions précédemment énoncées sont applicables à n'importe quel type de marché, elles permettent, s'agissant plus précisément des marchés financiers, de mettre en évidence la dichotomie majeure qui existe en leur sein entre les marchés boursiers et les marchés de gré à gré (A). Les premiers présentant un bien plus fort particularisme que les seconds, le domaine d'application de la thèse sera limité aux marchés boursiers (B).

A - La dichotomie majeure entre marchés boursiers et marchés de gré à gré

- 14 - **Les marchés financiers : une dichotomie majeure entre les marchés boursiers et les marchés de gré à gré.** Au vrai, les marchés financiers se divisent en deux catégories fort distinctes. D'une part, les marchés, que l'on qualifiera de « *boursiers* », qui constituent des systèmes collectifs de négociation, c'est-à-dire des systèmes multilatéraux et organisés

³¹ V., également, Association Henri Capitant, G. Cornu, Ph. Malinvaud, M. Cornu, M. Goré et Y. Lequette, *Vocabulaire juridique*, PUF, coll. Quadrige Dicos poche, 2014, 10^e éd. (désormais cité Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique*, par G. Cornu et al., PUF, coll. Quadrige Dicos poche, 2014, 10^e éd.), définissant notamment le « *marché* » comme un « *lieu d'échanges commerciaux* ».

³² V. notamment, en ce sens, H. de Vauplane, *Les notions de marché*, Rev. dr. bancaire et bourse, mars-avr. 1993, n° 36, p. 62.

³³ Th. Bonneau et F. Drummond, *ibid.*

³⁴ V. Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique*, par G. Cornu et al., PUF, coll. Quadrige Dicos poche, 2014, 10^e éd., définissant notamment le « *marché* » comme une « *espèce de convention* ». On retrouve d'ailleurs ce sens dans l'expression courante de « *conclure un marché* ».

³⁵ Traitant plus particulièrement de la matière financière, Th. Bonneau et F. Drummond, *ibid.*, font directement référence à la régulation des marchés par des autorités de tutelle ou de régulation qui précisent le champ des intervenants (investisseurs) et les modalités de fonctionnement du marché.

permettant la rencontre de multiples intérêts acheteurs et vendeurs. D'autre part, les marchés dits de gré à gré qui consistent, en fait, non en de véritables marchés mais en de simples transactions conclues de gré à gré, et fonctionnent ainsi classiquement sur la base de contrats négociés, de manière bilatérale, entre les parties. On retrouve, en partie, les distinctions opérées ci-dessus à propos la notion générale de marché : alors que les marchés boursiers constituent des lieux d'échanges organisés selon une structure particulière, les marchés de gré à gré ne sont, pour leur part, ni plus ni moins que des contrats³⁶.

Une différence fondamentale en découle. Si les marchés de gré à gré relèvent classiquement d'une logique contractuelle ou bilatérale, les marchés boursiers relèvent d'une logique « collective » ou « multilatérale », bien plus originale et bien plus complexe, et qui constitue leur spécificité. En fait, la seule caractéristique commune à ces deux types de marché consiste en leur caractère intrinsèquement risqué. On remarquera, en outre, que la notion de marché boursier se distingue également largement de celle du marché des biens et services du droit de la concurrence et du droit des contrats³⁷. Le particularisme des marchés financiers est donc avant tout, selon nous, le particularisme des marchés boursiers (1), bien plus que celui des marchés de gré à gré (2).

1 - Les marchés boursiers

- 15 - **La logique collective ou multilatérale des marchés boursiers.** Plus que simplement collective, la logique des marchés boursiers est plus précisément « multilatérale ». En vérité, lorsqu'en droit financier, l'on emploie le terme de « logique collective » des marchés financiers, par opposition à celui de « logique contractuelle », le terrain est assez miné. Il renvoie, en effet, à une controverse doctrinale toujours vivace sur la qualification, contractuelle ou pas, des opérations qui s'y effectuent. Si le débat sur la qualification est en

³⁶ V., notamment, S. Amadou, *Bourses d'hier et de demain. Brèves réflexions sur l'évolution des incertitudes sémantiques et juridiques relatives à la notion de « marché »*, in *Mélanges AEDBF-France I*, RB éd., 1997, p. 13, spéc. p. 21.

³⁷ Ainsi, C. Lucas de Leyssac et G. Parléani, *Droit du marché*, PUF, coll. Thémis, 2002, p. 333 et p. 363, en essayant de dégager les traits d'un droit commun du marché, se concentrent sur le droit de la concurrence et le droit de la consommation, en excluant les marchés boursiers qu'ils tiennent pour des « marchés spéciaux », dont l'étude est trop technique pour trouver sa place dans un ouvrage général. On remarquera, pour notre part, que le marché boursier est un marché existant et organisé *a priori* afin de permettre la réalisation de transactions, alors que le marché du droit de la concurrence, notamment, est un marché construit *a posteriori* afin de sanctionner la violation des règles de la concurrence (en particulier, les ententes et abus de position dominante). La différence de nature entre ces deux types de marché est, donc, fondamentale.

lui-même de peu d'intérêt pour notre thèse, il a en revanche parfaitement mis en évidence la logique multilatérale³⁸ gouvernant l'ensemble du processus de marché³⁹. C'est, plus précisément, au stade de la négociation que ce caractère multilatéral importe au regard de la responsabilité civile. Il en découle, en effet, que les transactions vont se réaliser sur un marché boursier selon un mode très original : à travers une confrontation multilatérale de tous les ordres d'achat et de vente passés sur le marché, qui va entraîner la « cotation », « c'est-à-dire l'établissement d'un cours de bourse qui désigne le prix auquel se négocient les instruments financiers »⁴⁰, et l'exécution des ordres.

16 - **La définition des marchés boursiers : des systèmes collectifs ou multilatéraux de négociation. Typologie.** C'est d'ailleurs en se fondant sur ce caractère multilatéral de la négociation que la directive « *Marchés d'instruments financiers* » du 21 avril 2004⁴¹, animée par la volonté de mettre en concurrence les marchés réglementés avec d'autres systèmes de négociation afin de renforcer la compétitivité et de diminuer les coûts pour les investisseurs, a introduit une nouvelle catégorie de marché dénommée « *système multilatéral de négociation* » ou « *multilateral trade facility* » (« *MTF* »)⁴², bouleversant ainsi la structure des marchés financiers européens.

³⁸ V., notamment, A.-C. Muller, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préf. H. Synvet, Economica, coll. Recherches juridiques, vol. 16, 2007. Selon cet auteur, « l'objectif premier d'efficacité du marché est servi par l'adoption de règles spéciales organisant la réalisation des échanges économiques suivant une logique particulière, radicalement différente de la conception du contrat synallagmatique. La formation et l'exécution des opérations de marché obéissent à des principes collectifs, excluant le caractère bilatéral des conventions. C'est pourquoi les marchés financiers ne sauraient être assimilés à une somme de contrats standardisés, ils ne constituent pas, ainsi que cela a pu être soutenu, une sorte de "phénomène contractuel à grande échelle" » (*ibid.*, p. 382). Elle conclut que « le droit financier n'est pas un droit spécial des contrats, c'est un droit de marché » (*ibid.*, p. 30), qui déplace « la réflexion juridique des relations individuelles, bilatérales vers une organisation collective des échanges économiques » (*ibid.*, p. 608).

³⁹ Rappelons en effet, en simplifiant, que, sur un marché réglementé, la réalisation d'une transaction se fait selon un processus de marché qui obéit à des règles particulières et qui comprend deux étapes : une première phase dite de « négociation », qui « vise la conclusion de l'opération et se caractérise tant par la production des ordres sur le marché que par la recherche d'une contrepartie » (Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 791), et une seconde phase de « compensation » et de « règlement-livraison », qui va permettre l'exécution de la transaction (*ibid.*).

⁴⁰ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 812.

⁴¹ 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, JOUE du 30 avril 2004, L 145/1, dite « directive MIF ». La directive est entrée en vigueur au 1^{er} novembre 2007. Elle a été, en grande partie, transposée en droit français par l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers, JORF n° 87 du 13 avril 2007, p. 6749.

⁴² V., notamment, Ph. Redaelli, *Les systèmes multilatéraux de négociation*, Banque et droit, juill.-août 2005, n° 102, p. 13 ; K. Vuillemin, *Libre propos sur la directive relative aux marchés d'instruments financiers 2004/39/CE*, Bull. Joly Bourse, 2005, n° 119, p. 579 ; J.-J. Daigre, *Les systèmes multilatéraux de négociation*, RTDF, 2006, n° 1, p. 119 ; Th. Bonneau, *Marchés réglementés, système de négociation multilatérale et système internalisé de négociation*, Dr. sociétés, avr. 2003, n° 78. Adde J.-P. Bornet, *La notion de marché dans la*

En effet, si ce nouveau type de marché présente une protection moindre que le marché réglementé, il se caractérise, de la même façon, par le caractère multilatéral des négociations qui s’y déroulent, comme l’indique sa dénomination même. Les définitions, directement inspirées de la directive MIF, du marché réglementé et du système multilatéral de négociation sont d’ailleurs très proches. Le marché réglementé est défini comme « *un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers, d’une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché, et qui fonctionne régulièrement conformément aux dispositions qui lui sont applicables* »⁴³. Le système multilatéral de négociation est défini pour sa part, dans des termes très similaires, comme « *un système qui, sans avoir la qualité de marché réglementé, assure la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers, de manière à conclure des transactions sur ces instruments* »⁴⁴.

Ainsi, à ceci près que les premiers posent une exigence de fonctionnement régulier que l’on ne trouve pas chez les seconds, tous deux sont définis comme des systèmes multilatéraux de négociation permettant la rencontre, selon des règles non discrétionnaires, d’ordres d’achat et de vente. Telle est la définition que nous retiendrons désormais d’un « *marché boursier* ». C’est donc le caractère multilatéral de la négociation, qui, s’effectuant par une confrontation multilatérale des ordres et une cotation, constitue leur spécificité. Cette spécificité entraînant, comme nous le verrons un fort particularisme de la responsabilité civile, c’est en ce sens, qu’au regard de notre étude, nous considérerons que les marchés boursiers fonctionnent selon une logique « *collective* », ou encore plus précisément, « *multilatérale* ».

17 - **Les marchés boursiers français.** Les marchés financiers français existants ont ainsi dû se fondre dans le moule de cette nouvelle catégorisation, lors de la transposition de la directive

Directive européenne sur les marchés d’instruments financiers – « MIF » - du 21 avril 2004, in Mélanges en l’honneur de Dominique Schmidt, Joly Editions, 2005, p. 77 ; J.-J. Daigre, De la directive de 1993 à celle de 2004 : d’un modèle de marché à un autre, Banque et droit, juill.-août 2005, n° 102, p. 7. V., de manière générale, J.-J. Daigre, La fin des « bourses », RDBF, mars-avr. 2003, n° 2, p. 83 ; du même auteur, Evolution de la notion de marché financier, in Liber Amicorum Jacques Malherbe, Bruylant, 2006, p. 233.

⁴³ C. mon. fin., art. L. 421-1. La définition est directement inspirée de la directive MIF (art. 4 parag. 1, 14)).

⁴⁴ C. mon. fin., art. L. 424-1. La définition est directement inspirée de la directive MIF (art. 4 parag. 1, 15)).

MIF. En effet, alors que la notion de système multilatéral de négociation constitue en droit européen une catégorie unique, elle a entraîné une subdivision en droit interne entre les systèmes multilatéraux de négociation de droit commun et les systèmes multilatéraux de négociation organisés, issus des anciens marchés organisés et soumis à des exigences supplémentaires, notamment en matière de protection des investisseurs. Les marchés boursiers français comprennent ainsi, par ordre d'encadrement décroissant, des marchés réglementés (soit au comptant, comme Euronext Paris ; soit à terme, comme le Marché à Terme International de France ou MATIF et le Marché des Options Négociables de Paris ou MONEP), des systèmes multilatéraux de négociation organisés (comme Alternext), et des systèmes multilatéraux de négociation simples (comme le marché libre et des valeurs radiées du marché réglementé).

Ils ne comprennent pas, en revanche, ni l'internalisation systématique ni les marchés de gré à gré, qui tous deux fonctionnent sur une base bilatérale.

2 - Les marchés de gré à gré

- 18 - **La logique contractuelle ou bilatérale des marchés de gré à gré.** Comme on l'a dit, les marchés de gré à gré, qui se confondent en réalité avec les transactions elles-mêmes, relèvent de la liberté contractuelle. Ils fonctionnent donc, au stade de la négociation, selon le principe du bilatéralisme, et non, comme les marchés boursiers, du multilatéralisme. L'obligation de concentration ayant été supprimée dans le cadre de la transposition de la MIF, ils peuvent désormais porter sur l'ensemble des instruments financiers, y compris ceux admis aux négociations sur un marché réglementé ; l'on peut ainsi parfaitement envisager une transaction de gré à gré sur des valeurs mobilières telles que des actions ou des obligations. Toutefois, ces marchés, que l'on qualifie généralement d'« *OTC* » (« *over-the-counter* »), revêtent de fait une importance particulière pour les produits dérivés ou, plus précisément, les contrats financiers⁴⁵, qui y ont connu, depuis les années 1980, un développement spectaculaire.

⁴⁵ En effet, dans un effort de rationalisation conceptuelle de la matière, le législateur a, depuis l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers (JORF n° 0007 du 9 janvier 2009, p. 570), organisé la catégorie des instruments financiers autour d'une *summa divisio* entre les titres financiers et les contrats financiers, dénommés également « *instruments financiers à terme* ». V. C. mon. fin., art. L. 211-1 : « I. -

Il est vrai que les contrats financiers conclus de gré à gré se rapprochent de ceux négociés sur les marchés boursiers, en raison notamment de leur standardisation et de l'obligation de compensation désormais introduite par le règlement EMIR⁴⁶. Demeure toutefois, en matière de négociation, la différence fondamentale, sur laquelle nous avons construit notre thèse, entre ces deux types de contrat : les produits dérivés échangés sur les marchés boursiers sont négociés sur une base collective ou multilatérale, alors que les produits dérivés conclus sur les marchés de gré à gré sont négociés sur une base contractuelle ou bilatérale. Il s'en induit, en outre, une différence fondamentale au regard de la liquidité de ces marchés et de ces instruments : s'il est aisé pour un investisseur de dénouer son engagement, sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, par la conclusion d'un engagement en sens opposé, cela n'est, en revanche, pas toujours possible pour un contrat de gré à gré, dans la mesure où il n'est pas coté sur un marché de produits standardisés.

B - Le domaine d'application de la thèse : les marchés boursiers

- 19 - **Le domaine d'application de la thèse : les marchés boursiers.** Il ressort de cette dichotomie fondamentale entre marchés boursiers, relevant d'une logique multilatérale, et marchés de gré à gré, relevant d'une logique bilatérale, un bien plus fort particularisme des premiers. C'est pourquoi notre thèse aura pour champ d'application les marchés boursiers (1) et partant, les instruments financiers qui y sont cotés (2).

1 - Les marchés boursiers

- 20 - **Le domaine d'application de la thèse : les marchés boursiers. Exclusion corrélative des marchés bilatéraux et des opérations boursières particulières.** Notre thèse ayant pour coeur les marchés boursiers, c'est-à-dire ceux caractérisés par une négociation multilatérale,

Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers. II. - Les titres financiers sont : 1. Les titres de capital émis par les sociétés par actions ; 2. Les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ; 3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectif. III. - Les contrats financiers, également dénommés " instruments financiers à terme ", sont les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret ».

⁴⁶ Règlement (UE) n° 648/2012 du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, JOUE du 27 juillet 2012, L 201/1, dit « EMIR » (« European Market and Infrastructure Regulation »).

cela conduit naturellement à exclure, de son champ d'application, tant les marchés que l'on peut qualifier de « *bilatéraux* » (a), que certaines opérations boursières particulières (b).

a - Exclusion des marchés bilatéraux

- 21 - **Distinction entre les marchés gouvernés par les ordres et les marchés gouvernés par les prix. Exclusion des marchés gouvernés par les prix.** Au-delà des marchés de gré à gré, doivent être également exclus les marchés gouvernés par les prix, dès lors qu'ils reposent aussi sur une logique bilatérale.

La distinction entre les marchés gouvernés par les ordres et ceux gouvernés par les prix est classique mais fondamentale. La cotation peut avoir lieu de deux manières selon que les ordres sont centralisés ou pas. Lorsqu'ils le sont, « *ils sont tous confrontés les uns aux autres de sorte que le prix 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* »⁴⁷. Ce mode particulier de cotation, fondé sur la confrontation multilatérale des ordres, conduit à qualifier les marchés qui l'utilisent de « *marchés gouvernés par les ordres* ».

A ces marchés, s'opposent des marchés qualifiés de « *marchés gouvernés par les prix* » ou de « *marchés de marchands* », sur lesquels les ordres ne sont pas centralisés. En pratique, des professionnels du marché, dits « *market-makers* » ou teneurs de marché, proposent chacun des fourchettes de prix et négocient ensuite directement avec le donneur d'ordres le prix et les autres conditions de la transaction qu'ils vont conclure avec celui-ci et dont ils seront contrepartie. De ces différentes négociations bilatérales, se dégagent alors une multitude de prix. Au principe d'unicité du prix des marchés procédant par centralisation des ordres, s'oppose ainsi la pluralité des prix régnant sur ces marchés non centralisés.

Notre étude ne portera, en tout état de cause, que sur sur les marchés gouvernés par les ordres, qui seuls fonctionnent selon une logique multilatérale, comme le sont pour l'essentiel les marchés français. Seront naturellement exclus, en revanche, les marchés gouvernés par les

⁴⁷ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 813.

prix, en ce qu'ils fonctionnent selon une logique bilatérale. Il en sera de même de la pratique de l'internalisation systématique, dans laquelle un prestataire se porte contrepartie des ordres de ses clients de manière bilatérale. La question mérite cependant d'être quelque peu approfondie au regard du bouleversement opéré par la directive MIF au regard de la structure des marchés européens.

- 22 - **Incidence de la directive MIF.** Il faut reconnaître, en effet, qu'à l'échelle européenne, l'opposition entre ces deux types de marché mérite d'être relativisée avec la suppression de l'obligation de concentration et la mise en concurrence des différents lieux d'exécution des ordres par la directive MIF.

Il semble d'ailleurs en résulter que, pour certains auteurs, l'introduction de la directive MIF remet en cause la qualification de marchés centralisés ou gouvernés par les ordres pour les marchés français, en raison notamment de la disparition de l'obligation de concentration⁴⁸. Tout dépend, en fait, de l'échelle de raisonnement adoptée. En effet, si l'on raisonne, à l'échelle de l'ensemble des marchés français, une telle affirmation s'impose puisque, de fait, les investisseurs ne sont plus tenus de centraliser leurs ordres au sein d'un unique système de négociation et qu'ils peuvent, au contraire, choisir le lieu d'exécution des ordres qui leur paraît le plus favorable, d'où désormais une multiplicité de prix. Si l'on raisonne en revanche, à l'échelle d'un marché particulier, l'on peut considérer au contraire que ledit marché fonctionne toujours selon un principe de centralisation, c'est-à-dire de confrontation multilatérale et non bilatérale des ordres, dont il résulte un prix unique sur ce marché.

C'est dernière conception qui importe, au regard de notre thèse, dès lors qu'elle est centrée sur la spécificité des marchés boursiers liée à la « *confrontation multilatérale des ordres* ». En effet, *sur un marché particulier*, la négociation se réalise, en tout état de cause, de manière fondamentalement différente selon le mode de cotation : elle sera multilatérale sur les marchés centralisés tandis qu'elle sera bilatérale sur les marchés non centralisés. Nous considérerons ainsi que les marchés français restent des marchés gouvernés par les ordres, au

⁴⁸ V., ainsi, Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 814 : « *les marchés réglementés français étaient traditionnellement des marchés centralisés, gouvernés par les ordres. La centralisation des ordres, qui mettait en œuvre l'obligation de concentration, n'était pas sans conséquence pour les membres du marché : les ordres devaient être produits sur le marché sans faire préalablement la somme des ordres de même sens et de même limite, ni compenser les ordres d'achat et les ordres de vente portant sur un même instrument financier. Mais ce principe, qui n'était pas sans dérogations – les opérations de contrepartie en constituaient – a été supprimée en 2007 puisque l'obligation de concentration n'est plus autorisée depuis la directive MIF du 21 avril 2004* ».

sein desquels les ordres qui y sont produits vont faire l'objet d'une confrontation multilatérale aboutissant à un prix unique à un moment donné, peu important que ces ordres auraient préalablement pu l'être sur un autre lieu d'exécution et à un autre prix.

Ce constat n'est, d'ailleurs, pas remis en cause par la révision en cours de la directive MIF par le dispositif européen dit « *MIF 2* » adopté le 15 mai 2014, comprenant à la fois une directive et un règlement⁴⁹. En effet, est maintenue, au regard de notre étude, la différence fondamentale entre la négociation de nature multilatérale des marchés boursiers et celle de nature contractuelle des marchés de gré à gré. La distinction en sort même, quelque peu, renforcée. Premièrement, par la reconnaissance expresse d'un nouveau système d'exécution multilatéral des ordres⁵⁰, visant à englober l'ensemble des plate-formes de négociation multilatérales. Deuxièmement, par la réduction des inconvénients issus de la mise en concurrence des systèmes de négociation par la première directive MIF, c'est-à-dire la fragmentation de la liquidité et de la dégradation de la transparence, à travers la réapparition d'une forme de concentration des ordres sur les marchés boursiers.

b - Exclusion des opérations boursières particulières

- 23 - **Notion d'opération de bourse ou opération boursière.** En droit financier, l'on préfère aujourd'hui parler d'« *opération de marché* », même si celle-ci n'est pas utilisée par les textes, plutôt que d'« *opération de bourse* », étant donné le caractère étroit du terme « *bourse* », qui ne recouvre plus l'ensemble des marchés financiers⁵¹. Toutefois, étant donné que notre étude est limitée aux marchés boursiers, en tant que systèmes multilatéraux de négociation, nous continuerons d'utiliser le terme d'« *opérations de bourse* » ou d'« *opérations boursières* », pour désigner l'ensemble des opérations ayant trait aux marchés boursiers. Nous utiliserons également le terme d'« *opérations de marché* », tout en ayant

⁴⁹ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, JOUE du 12 juin 2014, L 173/349, dite « *directive MIF 2* », et règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, JOUE du 12 juin 2014, L 173/84, dit « *règlement MIF 2* » ou, plus couramment « *règlement MiFIR* » pour « *Markets in financial instruments regulation* ». L'ensemble trouvera à s'appliquer à compter du 3 janvier 2017.

⁵⁰ Réalisant une innovation majeure, la directive crée une nouvelle catégorie de marché multilatéral, celle de « *système organisé de négociation* » ou « *OTF* » (pour « *organised trading facility* »).

⁵¹ V., ainsi, Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 28.

conscience qu'il a un sens plus large, visant l'ensemble des opérations ayant trait à l'ensemble des marchés financiers, et non uniquement les opérations boursières.

Compte tenu de l'objet de notre thèse, qui consiste à déterminer dans quelle mesure la responsabilité civile peut être adaptée au particularisme des marchés boursiers, nous ne saurions, dans une matière aussi vaste, prétendre à l'exhaustivité et envisager l'ensemble des opérations susceptibles d'être initiées sur les marchés boursiers. Nous y perdriions l'homogénéité nécessaire à la démonstration que nous souhaitons développer en réponse au problème posé⁵². Pour M. Thierry Bonneau et Mme France Drummond, les opérations de marché comprennent essentiellement l'admission et la radiation aux négociations, les achats et les ventes ainsi que les offres publiques⁵³. Nous nous concentrerons, pour notre part, sur les opérations d'achat et de vente réalisées dans le cadre général de la négociation multilatérale sur le marché boursier, en ce qu'elles posent le problème dans sa forme la plus pure⁵⁴. Nous excluons, ainsi, les opérations qui, si elles ont lieu sur le marché, ne se déroulent pas dans le cadre général de la négociation mais dans celui de procédures spécifiques, et que l'on peut donc qualifier d'opérations boursières « particulières »⁵⁵. Il s'agit tant des offres au public (i) que des offres publiques (ii).

⁵² V., ainsi, A.-C. Muller, *op. cit.*, n° 15, à propos du droit des marchés financiers : « un objectif démonstratif dans une matière aussi vaste implique la sélectivité ».

⁵³ V. Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 595. Comp. A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1132, qui adoptent une approche différente en distinguant les opérations sur titres financiers et les opérations « de marché » proprement dites, dans la mesure où seules les secondes permettent de mettre en lumière les « conséquences pour l'émetteur lui-même de l'admission de ses titres à la négociation ». Les premières comprennent ainsi les transferts de propriété définitifs de titres financiers, les transferts de propriété temporaires de titres financiers (vente avec faculté de rachat dite « vente à réméré », pension livrée ou prêt de titres) et le nantissement de comptes-titres (*ibid.*, n° 1134). Les secondes comprennent, quant à elles, le rachat par l'émetteur de ses propres actions et les offres publiques, qui constituent des « opérations de marché » dans la mesure où elles « doivent être entreprises dans le strict respect des principes tutélaires du droit boursier que sont l'intégrité, la transparence et l'égalité » (*ibid.*, n° 1277).

⁵⁴ A l'exception des opérations de vente à réméré, de prêt de titres ou de pension livrée dans la mesure où, comme l'explique A.-C. Muller, *op. cit.*, n° 15, leur « spécificité trouve sa source davantage dans l'objet de l'opération que dans le fonctionnement du marché ». Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 712, les qualifient ainsi de « conventions complexes » : « les conventions sont complexes lorsqu'elles constituent des conventions autres que des ventes pures et simples. Elles intègrent une vente dans la mesure où elles postulent un transfert de propriété. Mais elles comportent un élément autre que ce transfert, ce qui les distingue de ventes pures et simples. Il en est ainsi des opérations de pension et de prêt de titres ».

⁵⁵ V., également, Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 664, distinguant les opérations « simples » et les opérations « complexes » : « les opérations peuvent être simples ou complexes. Elles sont simples lorsqu'elles se concrétisent par la conclusion d'un contrat isolé : ce sont par exemple les achats et ventes de valeurs mobilières ; ce sont également les contrats conclus par référence à un contrat à terme ferme ou un contrat d'option admis aux négociations du MATIF ou du MONEP. Elles sont en revanche complexes lorsque des opérations simples constituent le résultat d'une autre opération de marché : il en est ainsi des achats ou des ventes de valeurs mobilières qui ont pour cadre une offre publique ». L'on pourrait en dire tout autant des offres au public.

i - Exclusion des offres au public

24 - Exclusion des offres au public. Distinction entre marché primaire et marché secondaire.

Une autre distinction fondamentale existe, dans la catégorisation des marchés, entre le marché primaire et le marché secondaire : « *le premier est le marché des émissions de titres tandis que le second est le marché qui assure la circulation des titres déjà émis ; ces deux marchés sont indissociables afin que l'épargnant, détenteur de valeurs mobilières, ne se trouve pas bloqué, qu'il puisse se défaire de son placement* »⁵⁶. En d'autres termes, si le marché secondaire est celui de l'occasion où s'échangent les titres déjà émis, le marché primaire est celui de l'émission proprement dite de ces titres. Cette émission peut prendre deux formes : soit celle d'une introduction en bourse, par laquelle la société décide de coter ses titres en bourse ; soit celle, plus banale, d'une émission en cours de vie sociale à la suite d'une augmentation de capital.

Quelle qu'en soit la forme, toute cotation ou toute offre au public, y compris en dehors d'une émission (lorsque, sur le marché secondaire, un investisseur, généralement institutionnel, souhaite réaliser une offre auprès du public des titres qu'il détient), doit faire l'objet d'un document spécifique dénommé « *prospectus* »⁵⁷. Ce document, particulièrement dense, a pour objet d'éclairer la décision de l'investisseur potentiel en lui donnant une vision exhaustive de la situation de l'émetteur et des caractéristiques de l'instrument financier, et peut donc être source de responsabilité civile s'il s'avère défectueux. L'étude des introductions en bourse, et plus généralement des offres au public et du prospectus qui les accompagnent, ne seront toutefois pas au cœur de cette thèse. En effet, lorsqu'un émetteur ou un investisseur déterminé réalise une offre au public d'instruments financiers qu'il émet ou détient, il le fait selon une procédure particulière, notamment au moyen du prospectus et en fonction du prix d'offre qu'il a lui-même fixé. L'on n'est plus, de toute évidence, dans le cadre général de la négociation

⁵⁶ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 14.

⁵⁷ Le régime du prospectus a été harmonisé à l'échelle européenne par la 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 ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, JOUE du 31 décembre 2003, L 345/64, dite « *directive Prospectus* ». Cette directive a été notamment modifiée par la directive 2010/73/UE 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, dite « *directive Prospectus 2* ».

multilatérale d'ordres sur le marché, qui se réalise entre des contreparties anonymes et au prix fixé par le marché⁵⁸. Plus encore, l'on peut dire, en simplifiant, que le marché primaire n'est pas véritablement « *le marché* » : c'est le marché secondaire qui l'est. En effet, le marché primaire n'est en fait que la toute première étape de la vie du titre - sa naissance par son émission -, tandis que le marché secondaire occupe, lui, l'essentiel de la vie du titre, dont la circulation s'effectuera en son sein⁵⁹.

ii - Exclusion des offres publiques

25 - **Exclusion des offres publiques.** Il en est de même en cas d'offres publiques, qui sont organisées selon des procédures extrêmement encadrées, quelles que soient les formes diverses qu'elles peuvent emprunter. En effet, s'il existe des offres publiques de vente, par lesquelles un détenteur d'instruments financiers d'une société cotée en bourse offre publiquement de les vendre « *soit dans le but de se désengager de la société, soit dans celui d'en réaliser l'ouverture par l'élargissement du "flottant"* »⁶⁰, l'essentiel des offres sont des offres publiques d'acquisition. Celles-ci consistent soit en une offre publique d'échange ou d'achat, soit en une offre publique de retrait permettant aux actionnaires minoritaires de sortir lorsque le majoritaire y acquiert un poids trop important.

S'agissant de l'offre publique d'achat ou d'échange, elle consiste traditionnellement en une opération par laquelle une personne physique ou morale fait connaître publiquement aux actionnaires d'une société cible sa proposition d'acquérir leurs titres à un prix déterminé réglé soit en espèce (OPA), soit par la remise de titres de capital (OPE). Le dépôt de l'offre publique peut alors être obligatoire en cas de franchissement d'un seuil en capital ou en droit de vote ou d'accroissement de la participation, en vue de garantir la transparence et l'égalité des actionnaires, notamment minoritaires, dans la mesure où cette offre publique forcée doit viser la totalité du capital de la société. La procédure est très encadrée, notamment en raison

⁵⁸ S'agissant spécifiquement des émissions, sera également exclu, outre le marché primaire, le marché dit « *gris* », qui est « *le marché de négociation des titres non encore admis aux négociations, mais qui sont destinés à l'être* » (Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 14), dès lors qu'il ne constitue pas, à proprement parler, un marché boursier.

⁵⁹ Devra être abordé, en revanche, l'effet de l'information contenue dans le prospectus sur le marché secondaire, dès lors que, dans le cadre d'une introduction en bourse, les titres seront rapidement mis en circulation et échangés, et qu'en outre, dans le cadre d'une augmentation de capital, cette information concerne un émetteur dont des titres sont déjà cotés et donc en circulation sur le marché secondaire.

⁶⁰ A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1321.

du contrôle de conformité exercé par l'AMF, en particulier sur le prix ou la parité d'échange de l'offre envisagée – le prix proposé devant notamment, en cas d'offre publique obligatoire, être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur de l'offre sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de dépôt du projet d'offre publique⁶¹.

On le voit, encore plus que les offres au public, les offres publiques, se déroulent suivant un processus particulier⁶² et obéissent à des règles spécifiques, notamment en matière de prix. Elles ne s'inscrivent donc, en aucun cas, dans le cadre normal de la négociation multilatérale d'ordres sur le marché boursier, entre des contreparties anonymes et au prix fixé par le marché. Elles seront donc, elles aussi, exclues de notre champ d'investigation.

2 - Les instruments financiers cotés sur les marchés boursiers

26 - **Le domaine d'application de la thèse : les instruments financiers cotés sur les marchés boursiers.** Notre étude ayant pour cadre les marchés boursiers, elle concernera naturellement l'ensemble des instruments financiers qui y sont cotés, c'est-à-dire tant les titres financiers que les contrats financiers. La réflexion sera, toutefois, orientée davantage sur les titres que sur les contrats, étant donné que, d'une part, ils revêtent une bien plus grande importance que les contrats financiers sur les marchés boursiers, et que d'autre part, ils se prêtent davantage à la systématisation - du moins pour les plus simples d'entre eux -, les contrats financiers présentant une plus grande complexité. Nous aurons ainsi tendance à utiliser, de manière générale, le terme de « *titre* », étant précisé que les observations formulées seront, en bonne partie, susceptibles de s'appliquer à l'ensemble des instruments financiers cotés. En outre, au sein des titres financiers, les valeurs mobilières⁶³, et plus particulièrement les actions⁶⁴, seront

⁶¹ Pour une description détaillée du mécanisme des offres publiques, v. A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1320 et s. ; Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 744 et s.

⁶² V. notamment Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 744 : « *les offres publiques d'acquisition et de vente de valeurs mobilières constituent, comme toute offre publique, des propositions de contracter qui sont normalement fermes de la part de leurs auteurs : si celles-ci sont acceptées par les détenteurs de titres ou les investisseurs, les achats ou les ventes sont définitivement formés. Il s'agit toutefois d'offres de type particulier car elles ne peuvent aboutir à la conclusion de tels contrats qu'en suivant un certain processus qui se caractérise par le dépôt d'un projet d'offre, la décision de conformité de l'offre, la période pendant laquelle il peut y être répondu favorablement et la clôture de l'offre* ».

⁶³ Celles-ci sont définies à l'article L. 228-11 du Code de commerce comme une espèce particulière de titres financiers, ceux qui « *confèrent des droits identiques par catégorie* ». En d'autres termes, les valeurs mobilières sont les titres de capital et les titres d'emprunt collectifs, et constituent ainsi l'essentiel des instruments financiers assurant le financement des sociétés. Dans leur configuration la plus simple, elles revêtent soit, s'agissant des titres de capital, la forme d'une action conférant la qualité d'associé, soit, s'agissant des titres d'emprunt, celle d'une obligation conférant la qualité de « *prêteur* ».

au centre de notre étude, en raison de leur importance en termes de financement et de leur caractère collectif, qui s'accorde bien à celui des marchés boursiers.

Section II - **Les modalités de la rencontre**

- 27 - **Les modalités de la rencontre entre la responsabilité civile et le marché boursier.** Après avoir décidé de limiter le champ de la thèse au marché boursier en raison de son fort particularisme, il est maintenant temps de justifier cette restriction en montrant que ce particularisme rejaillit également en matière de responsabilité civile. Or, on va pouvoir le constater, les différentes caractéristiques du marché boursier sont susceptibles de constituer autant de spécificités, voire d'obstacles, à la mise en œuvre de la responsabilité civile à l'occasion des transactions effectuées sur ce marché.

Pour ce faire, il nous faut enfin organiser la rencontre de ces acteurs et en décrire les modalités. Une rencontre en effet, cela survient dans certaines circonstances et cela produit certains effets. En l'occurrence, les circonstances que nous avons retenues sont celles où le particularisme du marché boursier est de nature à rejaillir dans toute son ampleur sur la responsabilité civile : tel est le cas pour des faits générateurs spécifiques, qui constituent une atteinte générale au bon fonctionnement du marché (**Paragraphe 1**). Quant aux effets de la rencontre, ils se concrétiseront précisément dans le particularisme de la responsabilité civile sur le marché boursier (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - Les circonstances de la rencontre, un fait générateur constitutif d'une atteinte générale au bon fonctionnement du marché

- 28 - **Les circonstances de la rencontre : les faits générateurs retenus.** Après avoir délimité les faits générateurs devant être retenus, à partir du critère d'une atteinte générale au bon

⁶⁴ Bien que les marchés d'obligations soient particulièrement importants en volume (v. A.-D. Merville, *Droit financier*, Lextenso éd., coll. Gualino, 2015, 2^e éd., n° 26), les actions seront davantage au cœur de notre thèse dans la mesure où elle portera en grande partie sur l'information publique émise par l'émetteur et son effet sur le cours de bourse ; or, le cours des actions est bien plus sensible à cette information que le cours des obligations qui, sans y être totalement insensible, dépend davantage d'autres facteurs tels que la structure des taux d'intérêt et de l'information émise par les agences de notation – nous traiterons ainsi davantage des obligations lorsque nous aborderons l'information produite par ces acteurs.

fonctionnement du marché (A), nous devons caractériser plus précisément lesdits faits générateurs (B).

A - La délimitation des faits générateurs

- 29 - **Le critère de délimitation des faits générateurs retenus : une atteinte générale au bon fonctionnement du marché.** Afin de pouvoir déterminer le critère de délimitation des faits générateurs devant être retenus, il nous faut d'abord approfondir le particularisme du marché boursier, non plus de manière générale comme nous l'avons fait jusqu'à présent, mais au regard de la responsabilité civile proprement dite (1). Nous serons, ensuite, précisément en mesure d'identifier le critère de délimitation des faits générateurs comme une atteinte générale au bon fonctionnement du marché (2).

1 - Le particularisme des marchés boursiers au regard de la responsabilité civile

- 30 - **Les deux principales caractéristiques du marché boursier au regard de la responsabilité civile.** A notre sens, le particularisme du marché boursier tient plus précisément, en matière de responsabilité civile, à deux principales caractéristiques. D'une part, sa nature collective ou multilatérale, que nous avons déjà largement évoquée, mais dont il convient maintenant de préciser les caractéristiques et de mesurer l'importance au regard de la responsabilité civile (a). D'autre part, son caractère risqué qui, bien qu'il ne lui soit pas spécifique, nécessite que l'on s'y étende davantage (b).

a - Le caractère collectif ou multilatéral du marché boursier

- 31 - **Le caractère collectif ou multilatéral du marché boursier au regard de la responsabilité civile.** De manière générale et intuitive, une transaction effectuée sur le marché boursier se distingue fortement d'une transaction classique entre deux contractants : elle se fait entre deux contreparties anonymes, chaque contrepartie ignorant l'identité de l'autre ; à un prix fixé par le marché – le cours de bourse – et selon un processus de marché ; et, en grande partie, sur le fondement d'informations, délivrées non pas individuellement mais publiquement à l'ensemble du marché par des tiers à la transaction (le plus souvent, l'émetteur). Elle ne peut

donc pas se réduire à un contrat bilatéral de vente d'instruments financiers, qui relèverait du droit commun de la cession de droits sociaux, notamment au regard de la responsabilité civile contractuelle.

Plus précisément, la nature collective ou multilatérale de la négociation sur le marché boursier se traduit par quatre caractéristiques fondamentales au regard de la responsabilité civile. Premièrement, l'importance de l'information à caractère public délivrée à l'ensemble du marché par un tiers à la transaction⁶⁵, à la fois dans la formation « *objective* » du prix, c'est-à-dire le cours de bourse⁶⁶, et dans la prise de décision subjective de l'investisseur. Deuxièmement, la conclusion des transactions boursières selon un processus de marché, caractérisé notamment par l'anonymat des contreparties et la fixation du prix par le marché et non par les parties, en fonction de divers facteurs et notamment de l'information publique. Troisièmement, la liquidité⁶⁷ du marché boursier en général, et qui emporte les deux conséquences suivantes : d'une part, elle place l'investisseur en situation constante d'arbitrage entre trois principales décisions d'investissement (acheter, vendre, ou conserver), du fait qu'il lui est relativement aisé d'effectuer des transactions sur un instrument coté sur le marché ; d'autre part, elle le met, plus précisément, en position de conclure des transactions en sens inverse de celles qu'il vient de réaliser, c'est-à-dire, en quelque sorte, de « *revenir sur sa décision* ». Quatrièmement, l'instabilité du marché boursier, caractérisée par la réalisation incessante de transactions en interdépendance les unes avec les autres et la délivrance de nombreuses informations publiques, ce qui a pour conséquence de modifier à chaque instant les conditions, notamment le cours de bourse, et l'environnement informationnel du marché.

b - Le caractère risqué du marché boursier

⁶⁵ L'émetteur en premier lieu, mais également d'autres acteurs du marché diffusant une information publique, tels que les analystes financiers et les agences de notation.

⁶⁶ La formation du cours de bourse peut être qualifiée d'« *objective* » en ce que celui-ci est fixé par le marché, en fonction notamment de l'information publique, et non par les parties. On parle, à cet égard, d'« *efficience informationnelle* » du marché, c'est-à-dire, au sens large, sa capacité à refléter l'information à travers le cours de bourse. Nous aurons l'occasion d'approfondir cette notion, d'ailleurs controversée et relative, au cours de la thèse.

⁶⁷ De manière simple, la liquidité d'un marché boursier représente la capacité des investisseurs à y acheter ou à y vendre aisément et rapidement les titres qui y sont cotés. En d'autres termes, plus un marché est liquide, plus il est aisé, rapide et peu coûteux d'y effectuer des transactions. La liquidité est l'une des qualités essentielles d'un marché boursier.

32 - **Les risques et la spéculation sur les marchés financiers. Le caractère intrinsèquement risqué des marchés financiers.** Le risque, loin d'être spécifique aux marchés financiers, est présent dans toute activité humaine, et notamment dans toutes les activités économiques. En effet, tout bien, tout service, sur n'importe quel marché, est soumis à des aléas : le cocontractant peut faire défaut ; le prix peut évoluer dans le sens contraire à celui que l'on aurait souhaité. Comme l'écrit fort bien Mme Anne-Catherine Muller : *« toute activité humaine comporte une part d'aléa. Ce terme est souvent employé afin d'exprimer que le résultat d'une action comporte une part d'incertitude, ce qui justifie notamment, suivant le degré d'incertitude, qu'on ne puisse mettre en jeu la responsabilité. L'existence d'un aléa est donc bien prise en compte par le droit, le plus souvent pour exprimer l'inéluctable qui ne peut être pris en charge par la société. C'est également ce qu'exprime l'idée d'aléa de la bourse, variation de la valeur d'un bien après son acquisition dont on ne peut se plaindre »*⁶⁸.

Le « *risque financier* », plus communément dénommé « *aléa boursier* », fait ainsi généralement référence à la définition commune de « *risque* » ou d'« *aléa* », c'est-à-dire de variation défavorable de la valeur d'un bien ou d'incertitude sur la variation de cette valeur – en l'occurrence la variation du cours d'un instrument financier⁶⁹. Au vrai, le risque financier est plus complexe et doit faire l'objet d'une catégorisation plus fine⁷⁰. Plusieurs raisons expliquent, en tout état de cause, que le risque sur les marchés financiers y revête une plus grande importance que dans les autres domaines et notamment que sur les autres types de marché.

Premièrement, de manière fondamentale, le risque n'est pas, sur les marchés financiers, seulement redouté : il est également désiré en ce qu'il a pour contrepartie une chance de gain. Mme Anne-Catherine Muller écrit ainsi à propos de l'aléa boursier : *« cet aléa est considéré comme inéluctable, il peut s'entendre comme un risque de perte ou comme une chance de gain et c'est précisément cette dernière perspective qui explique l'attirance des épargnants pour les marchés financiers »*⁷¹. En clair, les marchés financiers fonctionnent essentiellement

⁶⁸ A.-C. Muller, *Aléa et marchés financiers*, in *L'aléa*, Journées nationales - Association Henri Capitant des amis de la culture juridique française, Le Mans, 2009. Université du Maine, t. 14, Dalloz, 2011, p. 75, spéc. p. 84.

⁶⁹ V. A.-C. Muller, art. préc., p. 86 : *« par aléa on entend généralement l'incertitude attachée à la variation du cours d'un instrument financier »*.

⁷⁰ Cf. *infra* sur la catégorisation des risques financiers, qui, notamment, comprennent également le risque systémique.

⁷¹ A.-C. Muller, *ibid.*

sur la base de la prise de risque par les investisseurs, en principe proportionnelle au rendement qu'ils espèrent en retirer. C'est en cela que le risque est, non seulement omniprésent sur les marchés financiers, mais leur est même « *inhérent* », « *consubstantiel* » ou « *intrinsèque* », ce qui les distingue de manière remarquable des autres marchés de biens et services.

Plus précisément, cette prise de risque dans l'espérance d'un gain renvoie directement à la notion de spéculation, que l'on peut définir simplement⁷², selon les termes de M. Hubert de Vauplane, comme le fait d'« *acheter aujourd'hui une chose en espérant la revendre plus tard avec profit* »⁷³. En effet, si la spéculation est présente dans l'ensemble des activités économiques, dès lors qu'elle est « *de l'essence même du commerce, parce que les prix des biens, services et des denrées varient constamment selon le temps et les lieux* »⁷⁴, malgré le malaise qu'elle a toujours suscité « *dans la société et dans le droit* »⁷⁵, elle l'est particulièrement sur les marchés financiers dès lors que l'intention spéculative y est extrêmement forte et leur est même « *inhérente* »⁷⁶, pour les mêmes raisons que celles que nous venons d'énoncer à propos du risque. Il en va *a fortiori* ainsi des marchés à terme, qui ont fondamentalement pour objet le transfert du risque financier, organisant, selon l'expression de Mme Anne-Catherine Muller, un véritable « *marché de l'aléa* »⁷⁷, et répondant ainsi au besoin primordial des opérateurs de se couvrir. Celui-ci ne peut, en effet, être satisfait que parce que d'autres investisseurs spéculent dans un sens contraire : la spéculation est donc indispensable à la couverture, d'où la validation progressive par le droit des marchés à terme. Pour être encore plus précis, l'on peut dire, en reprenant M. Alain Couret et M. Hervé Le Nabasque, que ce qui distingue les opérations à terme et les opérations au comptant, c'est que les premières sont uniquement le fruit d'une intention spéculative (ou de couverture) alors que les secondes, si elles comportent également une dimension

⁷² L'on notera, avec A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 936, que la notion, pourtant fondamentale, de spéculation « *ne fait l'objet d'aucune définition juridique précise* ».

⁷³ H. de Vauplane, *La spéculation boursière dans le droit et la littérature française du XIXe siècle*, in *Proche Orient, Etudes juridiques*, 2006, n° 61, p. 36 et LPA, 23 nov. 2006, n° 234, p. 5. V., du même auteur, *Morale et bourse, un long malentendu*, in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt : liber amicorum*, Joly éd., 2005, p. 221 ; *Critiques de la spéculation boursière dans la littérature et la jurisprudence en France au XIXe siècle*, in *Etudes de droit privé : mélanges offerts à Paul Didier*, Economica, 2008, p. 449. V., dans le même sens, A.-D. Merville, *La spéculation en droit privé*, th. Paris I, dir. Y. Guyon, 2001, considérant la spéculation comme un achat pour revendre dans le but d'obtenir à court terme un gain par une différence de cours.

⁷⁴ H. de Vauplane, *La spéculation boursière dans le droit et la littérature française du XIXe siècle*, préc.

⁷⁵ V. Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 2.

⁷⁶ V., notamment, Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 2, ou P. Clermontel, *op. cit.*, n° 509 et s., considérant la spéculation « *inhérente* » aux marchés financiers ; A. Couret et H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 936, écrivant que la spéculation « *est au cœur du fonctionnement des marchés financiers* ».

⁷⁷ A.-C. Muller, art. préc., spéc. p. 75 et 76.

spéculative, ne se réduisent pas cette seule dimension, d'où la fonction de financement qu'assurent les valeurs mobilières pour les sociétés qui les émettent⁷⁸.

Deuxièmement, de manière plus contextuelle, le risque revêt aujourd'hui une importance plus grande sur les marchés financiers qu'ailleurs en raison de la sophistication croissante des instruments financiers à travers la financiarisation de l'économie⁷⁹, le développement de l'ingénierie financière et de la forte expansion des marchés financiers, notamment dérivés, depuis les années 1980⁸⁰. En effet, si les risques sont inhérents aux marchés financiers, et ce qu'il s'agisse des marchés de financement ou des marchés dérivés⁸¹, l'importance de ces risques est bien plus forte s'agissant des seconds que des premiers, du fait notamment de leur considérable effet de levier, pouvant générer des profits mais également des pertes considérables⁸². Ainsi, la place qu'ils occupent désormais au sein de l'économie contemporaine fait désormais courir aux acteurs de ces marchés des risques bien plus grands qu'auparavant et que ceux traditionnellement présents sur les marchés des biens et services. Mme Anne-Catherine Muller écrit à ce propos : *« les marchés financiers, depuis le milieu des années 1980, se sont considérablement développés, ce secteur, de conception plutôt artisanale, s'est transformé en une véritable industrie. Cette mutation s'est opérée avec encadrement normatif léger, de nature à accompagner, à encourager l'innovation financière et l'apparition de nouveaux marchés. Pourquoi cette bienveillance à l'égard des marchés ? Leur développement est utile à l'économie, grâce aux marchés financiers les entreprises trouvent plus facilement des fonds qu'auprès des seules banques, elles investissent, elles améliorent leur gestion pour satisfaire les actionnaires. Dans le cadre de la mondialisation*

⁷⁸ V. A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 936.

⁷⁹ L'accroissement du rôle des marchés financiers dans le financement des entreprises a eu pour conséquence non seulement une désintermédiation bancaire, au sens où apporteurs de capitaux et demandeurs de capitaux ont été mis directement en contact à travers le marché sans avoir à recourir à l'intermédiation et donc à l'interposition d'une banque, mais également une bien plus grande intervention des banques sur les marchés financiers. Les banques se sont ainsi trouvées exposées aux risques de marché et ont, en outre, transmis sur les marchés les risques liés aux crédits qu'elles accordent à travers la technique de la titrisation. On est ainsi passé d'une économie d'endettement à une économie de marché, d'où le phénomène dit de « *financiarisation de l'économie* ». V. A.-C. Muller, *La régulation bancaire et financière dans l'Union européenne après la crise*, Bull. Joly Bourse, juill. 2015, n° 7-8, p. 348, insistant ainsi sur l'interconnexion existant désormais entre le système bancaire et le système financier.

⁸⁰ V. A.-C. Muller, *Aléa et marchés financiers*, préc., p. 83. Cf. *supra*.

⁸¹ V., notamment, Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 22.

⁸² V., ainsi, A.-C. Muller, art. préc., p. 88 : *« tout le monde sait que l'investissement en bourse constitue un placement risqué. Le risque peut avoir un sens neutre, chance de gain ou risque de perte. Les marchés à terme sont des marchés encore plus risqués. Caractérisés par l'effet de levier, ils peuvent générer des profits mais également des pertes considérables. Ce que l'affaire Kerviel/Société générale a porté à la connaissance du grand public, aucun professionnel de marché ne l'ignorait ».*

de l'économie, les marchés favorisent les rachats d'entreprises, les concentrations... Les marchés dérivés ont été créés pour répondre à des besoins nouveaux, l'ingénierie financière a contribué à imaginer de nouveaux produits qui ont, à leur tour, contribué au développement des marchés à terme »⁸³.

Face à l'importance de ces risques, une réaction du droit consistant en une plus grande protection des investisseurs s'est avérée nécessaire, ce qui a conduit « à revenir sur l'approche ultralibérale du secteur »⁸⁴. Et ce d'autant que les pouvoirs publics, soucieux avant tout du financement des entreprises en tant que facteur de croissance de l'économie, ont « favorisé le développement de l'appel public à l'épargne, soumettant ainsi un grand nombre d'épargnants individuels aux aléas de la bourse »⁸⁵, et que ces risques ne sont pas seulement des risques individuels mais également systémiques⁸⁶, comme l'a rappelé avec force la récente crise financière dite des « *subprimes* ». Celle-ci a d'ailleurs donné lieu à l'élaboration d'une importante réglementation, que l'on peut qualifier de « *post-crise* », en vue d'une plus grande maîtrise du risque, notamment systémique, à l'échelon européen.

- 33 - **Catégorisation des risques financiers : les risques individuels et le risque systémique.** Les marchés financiers, comme on l'a dit, sont intrinsèquement risqués. Il faut, toutefois, opérer une catégorisation plus fine des divers risques auxquels les investisseurs y sont exposés. En effet, les risques financiers se répartissent, en réalité, en deux catégories : les risques individuels et le risque systémique, les premiers pouvant conduire au second⁸⁷. Les risques individuels sont ceux encourus individuellement par les investisseurs sur les marchés et comprennent le « *risque de contrepartie* » ou « *risque de crédit* », consistant dans le risque de défaillance d'une contrepartie, et surtout le « *risque de marché* », lié à une évolution défavorable du marché et du cours d'un instrument financier⁸⁸, soit l'« *aléa boursier* » proprement dit. Le « *risque systémique* », pour sa part, est lié au marché lui-même et au système financier dans son ensemble : il est, ainsi, d'une bien plus grande ampleur puisqu'il s'agit du risque de l'effondrement de tout le système bancaire et financier, notamment par un

⁸³ A.-C. Muller, art. préc., p. 76.

⁸⁴ A.-C. Muller, art. préc., p. 84.

⁸⁵ A.-C. Muller, art. préc., p. 86. La protection de l'épargne publique a été l'un des objectifs de la Commission des opérations de bourse (COB), ancêtre de l'AMF, dès sa création en 1967. Cette finalité constitue toujours l'une des missions traditionnelles de l'AMF, depuis sa création en 2003 (v. C. mon fin., art. L. 621-1). Cf. *infra*.

⁸⁶ Cf. *infra*.

⁸⁷ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 22.

⁸⁸ *Ibid.*

effet de contagion à la suite de la défaillance d'une institution importante ou d'un ensemble d'institutions entraînant des défaillances en chaîne⁸⁹.

Pour un investisseur particulier, ces deux types de risque se distinguent nettement en ce qu'il est plus ou moins en mesure de s'en prémunir. En effet, si chaque investisseur encourt le risque non systémique, c'est-à-dire lié à un émetteur ou à un titre particulier, il est, toutefois, largement en mesure de le réduire par la simple diversification de son portefeuille. Cette technique peut être utilisée sur l'ensemble des marchés financiers, mais trouve particulièrement à s'appliquer sur le marché boursier. Il est, en revanche, dépourvu contre le risque systémique, dès lors que celui-ci, étant lié au marché lui-même et au système financier dans son ensemble, il n'est pas dans le pouvoir de l'investisseur de s'en protéger. Cette différence est fondamentale au regard de la gestion du risque de son portefeuille par un investisseur.

- 34 - **Le caractère risqué du marché boursier au regard de la responsabilité civile.** Le marché boursier, comme l'ensemble des marchés financiers, est intrinsèquement risqué. Il l'est moins, toutefois, que les marchés dérivés de gré à gré en ce qu'il est assez peu concerné par les instruments financiers à terme, dont le risque provient essentiellement de la complexité et de l'effet de levier. Certes, y sont également cotés des produits sophistiqués, comme des valeurs mobilières composées, des titres dérivés tels des warrants ou encore des contrats financiers (contrats à terme ferme ou options), mais ceux-ci restent largement minoritaires par rapport aux valeurs mobilières classiques. L'explosion du risque qu'ont connu les marchés dérivés de gré à gré à partir des années 1980 n'a donc que peu de rapport avec notre sujet.

Reste que, comme son caractère collectif, le caractère risqué du marché boursier emporte des conséquences non négligeables au regard de la responsabilité civile. Cela n'est d'ailleurs guère étonnant puisque derrière le risque se profile déjà l'idée d'un préjudice et qu'historiquement, le risque est rapidement devenu, en sus de la faute, l'un des fondements de la responsabilité civile. L'on prendra garde, toutefois, à bien distinguer, au cours de cette étude, le risque découlant pour les investisseurs de la commission éventuelle d'une faute par un acteur du marché du risque financier lui-même, et plus précisément de l'aléa boursier, qui

⁸⁹ *Ibid.* Adde M. Nussembaum, *Les sources de risque et de sécurité sur les marchés financiers de produits dérivés*, LPA, 8 mai 1996, n° 56, p. 5, spéc. p. 6.

n'a en lui-même rien de fautif et doit donc, naturellement, être supporté par chaque investisseur en contrepartie du rendement qu'il espère en retirer. En particulier, les règles relatives aux obligations d'information à la charge des acteurs du marché et aux abus de marché visent à protéger les investisseurs contre un comportement fautif mais non, *a priori*, à les prémunir de l'aléa boursier. Certes, les deux aspects ne sont pas sans rapport : en informant les investisseurs notamment, on cherche à leur permettre de mieux appréhender et donc de réduire l'aléa boursier. Reste que ces deux types de risque sont de nature fondamentalement distincte, même s'ils peuvent de fait connaître des similitudes de régime.

Quelles sont donc les conséquences qu'emporte pour les investisseurs le caractère risqué du marché boursier ? Nous en voyons essentiellement deux, qui d'ailleurs se rejoignent et ne sont pas sans rapport avec la remarque précédente.

Premièrement, si le risque lié à une faute et l'aléa boursier sont de nature fondamentalement distincte, ils constituent tous deux, du point de vue de leur régime, des risques « *diversifiables* », c'est-à-dire qu'un investisseur peut très largement éliminer en recourant à la diversification de son portefeuille. Il en résulte que le préjudice découlant de ladite faute peut, lui-même, être réduit en grande partie pour un investisseur diversifié.

Deuxièmement, comme nous le verrons, c'est la causalité qui, d'un point de vue probatoire, pose généralement problème en matière financière, l'investisseur victime d'un préjudice butant bien souvent sur sa démonstration. Il en résultera généralement la tentation de présumer ou au moins de faciliter la preuve de la causalité, d'où un transfert éventuel de l'aléa boursier à l'auteur de la faute qui devient ainsi le garant de la totalité des pertes subies par l'investisseur. Un tel effet présente deux inconvénients majeurs. D'une part, ce transfert vient fausser le fonctionnement du marché en dispensant l'investisseur de supporter l'aléa boursier, alors que celui-ci est précisément au cœur du fonctionnement du marché – c'est uniquement parce qu'il accepte de le supporter que l'investisseur bénéficie en contrepartie d'une chance de gain proportionnelle. D'autre part, ce transfert est susceptible de déresponsabiliser les investisseurs, ce qui peut, par la suite, les exposer encore davantage au risque financier, en les incitant notamment à ne pas diversifier leur portefeuille. Ce dernier aspect sera développé plus longuement ci-après.

2 - La nécessité d'une atteinte générale au bon fonctionnement du marché

35 - **Le critère de délimitation des faits générateurs retenus : une atteinte générale au bon fonctionnement du marché.** Nous ne devons retenir, dans le cadre de notre étude, que les faits générateurs pour lesquels le particularisme du marché boursier rejaille avec le plus de vigueur sur la responsabilité civile. C'est à cet égard le caractère collectif ou multilatéral du marché boursier qui doit guider notre choix, bien plus que son caractère risqué. En effet, le premier est la spécificité des marchés boursiers, qui est propre à ces marchés et à eux seuls, tandis que le second en est seulement une caractéristique, certes importante, mais qui concerne l'ensemble des marchés financiers et non les seuls marchés boursiers. C'est donc le caractère collectif ou multilatéral de la négociation opérée sur ces marchés qui constitue leur spécificité, et en fonction duquel nous devons opérer un choix entre les faits générateurs envisageables, tout en tenant compte également *a posteriori* de l'influence non négligeable exercée par leur caractère intrinsèquement risqué.

Or, comme on le verra, les caractéristiques découlant du caractère collectif du marché boursier, que nous avons précédemment énoncées, ne jouent dans toute leur plénitude qu'à l'égard des faits générateurs pouvant eux-mêmes être qualifiés de « *collectifs* », dans la mesure où ils sont commis potentiellement à l'encontre de l'ensemble des investisseurs sur le marché et non à l'encontre d'investisseurs déterminés *a priori*.

Ces faits générateurs devront, ainsi, avoir pour spécificité de constituer une atteinte générale au bon fonctionnement du marché boursier⁹⁰, au sens où ils affectent les principes directeurs des marchés financiers⁹¹ que sont la transparence, la libre formation des cours⁹² ou l'égalité

⁹⁰ Nous empruntons la notion d'« *atteinte au bon fonctionnement du marché boursier* » à N. Spitz, *op. cit., passim*, qui en a fait le pivot de sa thèse sur la réparation des préjudices boursiers, qu'il définit comme ceux découlant d'une telle atteinte.

⁹¹ La doctrine considère généralement que les principes directeurs des marchés financiers sont la sécurité, la transparence, l'égalité (voire l'équité) et l'intégrité. V., notamment, Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 21, énumérant les principes directeurs communs aux marchés financiers : « *la sécurité, la transparence, l'intégrité, l'égalité et l'équité sont à la fois le gage de l'efficacité des marchés et le fondement de la confiance des différents intervenants* » ; *ibid.*, n° 27 : « *sécurité, transparence, égalité et équité sont ainsi des principes directeurs des marchés réglementés en ce qu'ils motivent nombre de règles qui leur sont applicables. Ils ont tous la même finalité – la protection des investisseurs et du système financier – ce qui explique leur enchevêtrement* ». V. dans le même sens, A.-D. Merville, *Droit financier*, Lextenso éd., coll. Gualino, 2015, 2^e éd., n° 34. Sur l'impératif de sécurité, v. notamment I. Riassetto, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, th. Strasbourg, dir. D. Schmidt, 1999, n° 18 et s.

⁹² La libre formation des cours n'est, en général, pas expressément citée comme un principe directeur des marchés financiers, elle découle toutefois nécessairement des autres principes directeurs, notamment l'égalité et

des investisseurs (et donc, plus largement, l'intégrité des marchés), de manière telle qu'ils sont susceptibles de nuire à tout investisseur y détenant des titres ou souhaitant y effectuer une transaction. C'est pour cette raison que nous qualifions de « générale » l'atteinte qu'ils doivent porter au bon fonctionnement du marché ; en effet, si toute faute commise sur les marchés financiers est de nature à constituer, dans une certaine mesure, une atteinte au bon fonctionnement du marché, celle-ci n'est généralement pas d'une ampleur telle qu'elle puisse potentiellement affecter l'ensemble des investisseurs. Nous retiendrons ainsi, de manière plus synthétique, la définition suivante de ces faits générateurs : une atteinte générale au bon fonctionnement du marché susceptible de nuire à l'ensemble des investisseurs sur le marché.

A l'analyse, ces faits générateurs sont, pour l'essentiel, les fautes civiles commises dans l'information du public sur le marché boursier ou celles découlant des comportements que l'on regroupe, en matière répressive, sous la qualification d'« abus de marché », en ce qu'elles entraînent toutes deux une atteinte générale au bon fonctionnement du marché, susceptible de léser l'ensemble des investisseurs. La doctrine a d'ailleurs été sensible à la dimension particulière de ces comportements. Ainsi, pour MM. A. Couret et H. Le Nabasque, la régulation des comportements sur les marchés passe, en grande partie, par les obligations d'information à destination du marché et la répression des abus de marché⁹³. M. Thierry Bonneau et Mme France Drummond considèrent, pour leur part, que les abus de marché, qu'ils qualifient d'« infractions liées à l'intervention sur les marchés financiers », constituent « un droit commun de l'intervention en bourse » : « il y a un droit commun de l'intervention en bourse qui s'applique tant aux prestataires de services d'investissement qu'aux émetteurs et investisseurs. Il s'agit de la répression des abus de marché »⁹⁴.

l'intégrité. V., toutefois, F. Peltier, *Marchés financiers et droit commun*, RB éd., 1997, n° 172 et s., intégrant le « juste prix » au sein des principes fondamentaux du droit des marchés financiers.

⁹³ A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1410 et s., qui consacrent la quatrième partie de leur ouvrage à la « régulation des comportements sur les marchés » et en annoncent ainsi le plan : « finalement, si l'on se tourne vers les marchés réglementés (marchés qui focalisent la plupart des règles de comportement des acteurs des marchés), en dehors des mécanismes assurant l'exécution des ordres passés sur les marchés, les comportements des acteurs des marchés doivent permettre la diffusion d'une information pertinente, exacte, précise et sincère pour permettre aux investisseurs de prendre leur décision d'investissement en toute connaissance de cause (Chapitre 1). Il s'agit alors d'assurer alors la transparence du marché. Dans cette perspective, il convient de lutter contre toute manœuvre destinée à influencer les cours ou l'information due au marché, mais également d'empêcher les utilisations d'informations non publiques susceptibles d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers. Il est alors bien sûr question de sanctionner les abus de marché (Chapitre 2) ».

⁹⁴ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 476.

On pourrait également songer à certaines fautes liées au processus de marché proprement dit et qui seraient, elles aussi, de nature à nuire à l'ensemble des investisseurs : par exemple, une erreur commise par l'entreprise de marché dans le cadre du système informatique de négociation ou dans le cadre de la transparence pré- et post-négociation, ou bien encore par la chambre de compensation ou le dépositaire central lors de la compensation et du règlement-livraison⁹⁵. Ces fautes ne présentent, toutefois, que peu d'intérêt dans la mesure où, le processus étant particulièrement sécurisé, elles ne consisteront en pratique qu'en des dysfonctionnements techniques du marché et seront donc exclues de cette étude.

Le raisonnement peut apparaître ici quelque peu hâtif s'agissant de la délimitation des faits générateurs. Il sera toutefois confirmé ci-après par l'analyse détaillée de leurs conséquences en matière de responsabilité civile, en comparaison de celles des autres faits générateurs envisageables sur le marché boursier. Il convient d'abord de caractériser les faits générateurs retenus avec plus de précision.

B - La caractérisation des faits générateurs

36 - **La caractérisation des faits générateurs.** Il nous faut d'abord expliciter la notion d'abus de marché, les faits générateurs retenus s'en inspirant et la recoupant en partie (1). Nous pourrions ensuite les définir plus précisément (2).

1 - La notion d'abus de marché

37 - **La répression des abus de marché.** Comme on l'a dit, les faits retenus correspondent essentiellement aux fautes civiles commises dans l'information du public et celles résultant d'un abus de marché. Il convient ainsi d'apporter quelques précisions sur la répression des abus de marché, en droit européen et en droit français.

⁹⁵ Cela ne couvrirait pas, en revanche, les fautes commises par les intermédiaires dans le processus de marché, notamment lors de l'exécution des ordres (mauvaise exécution ou inexécution des ordres) au cours de la phase de négociation, dès lors que ces fautes seront commises à l'encontre d'un donneur d'ordres déterminé et non de tout investisseur potentiel.

Depuis 2003, la directive Abus de marché⁹⁶, a imposé un cadre européen unifié de répression administrative des abus de marché, à la suite des scandales financiers et des fraudes comptables massives des années 2001 et 2002⁹⁷. Elle regroupe ainsi, sous la qualification unique d'« *abus de marché* », aussi bien les opérations d'initiés que les manipulations de marché, qui comprennent à la fois la diffusion d'informations fausses ou trompeuses au public et la manipulation de cours⁹⁸. La directive justifie ainsi ce rapprochement : « *la notion d'abus de marché recouvre les opérations d'initiés et les manipulations de marché. La législation visant à lutter contre les opérations d'initiés et celle visant les manipulations de marché poursuivent le même objectif : assurer l'intégrité des marchés financiers communautaires et renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés. Il est, en conséquence, souhaitable d'adopter un corps de règles communes pour combattre à la fois les opérations d'initiés et les manipulations de marché. Une directive unique garantira, dans l'ensemble de la Communauté, le même cadre pour la répartition des responsabilités, l'application des règles et la coopération* »⁹⁹. Elle impose ainsi l'instauration dans chaque État membre d'une autorité administrative unique dotée d'un pouvoir d'enquête et de sanction des abus de marché, de façon à mettre fin aux distorsions existant en la matière au sein desdits Etats. En droit français, la directive Abus de marché a été transposée au livre VI du règlement général de l'AMF, qui s'intitule « *Abus de marché : opérations d'initiés et manipulations de marché* ». La répression pénale reste, en revanche, hors du champ de la directive et continue de relever des droits nationaux.

Dans un objectif de renforcement de la répression, le législateur européen vient toutefois de remanier profondément le dispositif répressif des abus de marché, en adoptant un volet pénal et en consolidant le volet administratif. Pour ce faire, il a adopté en date du 16 avril 2014, en remplacement de la directive Abus de marché, une double législation applicable à compter du 3 juillet 2016 : d'une part, en matière administrative, le règlement relatif aux abus de

⁹⁶ 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 du 12 avril 2003, L 96/16, dite « *directive Abus de marché* ».

⁹⁷ On notera également qu'à la suite notamment des affaires « *Enron* », « *Worldcom* », « *Tyco* », « *Healthsouth* » et « *Ahold* », les États-Unis ont adopté dès le 30 juillet 2002 le *Sarbanes-Oxley Act* qui a profondément modifié le droit des sociétés et le droit des marchés financiers, en particulier en renforçant la transparence et la qualité de l'information délivrée au marché par les sociétés cotées et les sanctions pénales encourues par les auteurs de comportements frauduleux.

⁹⁸ V. *infra* sur la définition de ces infractions.

⁹⁹ Directive Abus de marché, consid. 12.

marché¹⁰⁰ ; et d'autre part, en matière pénale, la directive relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché¹⁰¹. Cette directive oblige ainsi les Etats membres à « *ériger en infractions pénales au moins les formes graves d'opération d'initié, de manipulation de marché, et de divulgation illicite d'informations privilégiées lorsqu'elles sont commises intentionnellement* »¹⁰², afin de marquer « *une désapprobation sociale plus forte* »¹⁰³ qu'en matière administrative. Le règlement du 16 avril 2014 sur les abus de marché, abrogeant la directive Abus de marché, renouvelle pour sa part le dispositif administratif répressif européen pour tenir compte « *des changements législatifs, de l'évolution du marché et des évolutions technologiques intervenus depuis l'entrée en vigueur de cette directive, lesquels ont considérablement modifié le paysage financier* »¹⁰⁴.

L'apport majeur du nouveau dispositif consiste dans la pénalisation impérative des formes graves d'abus de marché. En effet, du point de vue des comportements répréhensibles eux-mêmes, la directive étant en grande partie calquée sur le règlement, lui-même largement inspiré par la directive Abus de marché de 2003, les infractions et manquements prévus dans les deux nouveaux textes sont définis de manière très similaire et dans des termes très proches de ceux de la directive de 2003. La distinction entre opérations d'initié et manipulations de marché, notamment, est maintenue. Le renforcement de la répression se manifeste toutefois par une extension importante du champ d'application desdits comportements répréhensibles. Notamment, alors que la répression se limitait, dans le cadre de la directive de 2003, aux instruments financiers cotés sur un marché réglementé, elle couvre désormais tous les instruments financiers admis sur une plate-forme de négociation quelconque, et ce peu important que la transaction, l'ordre ou le comportement ait lieu ou non sur une plate-forme de négociation.

Qu'en est-il de ces évolutions majeures en droit français ? Celui-ci réprime les abus de marché, d'un point de vue pénal, aux articles L. 465-1 et suivants du Code monétaire et

¹⁰⁰ Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, JOUE du 12 juin 2014, L 173/1, dit « *règlement relatif aux abus de marché* ».

¹⁰¹ Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché), JOUE du 12 juin 2014, L 173/179, dite « *directive relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché* ».

¹⁰² Directive relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché, consid. 10.

¹⁰³ Directive relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché, consid. 6.

¹⁰⁴ Règlement relatif aux abus de marché, consid. 3.

financier, et d'un point de vue administratif, à l'article L. 621-15, II, c) et d) du même code et au livre VI du règlement général de l'AMF¹⁰⁵. S'agissant de l'extension du champ d'application opérée par le nouveau dispositif, le droit français a, pour l'essentiel, déjà été mis en conformité par la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires¹⁰⁶ pour les infractions pénales, et par ladite loi et l'arrêté du 5 juin 2014¹⁰⁷ pour les manquements administratifs. La répression couvre ainsi désormais, aussi bien en matière pénale qu'administrative, l'ensemble des marchés réglementés et des systèmes multilatéraux de négociation ; il en résulte ainsi un alignement notable du champ d'application des deux formes de répression dans la mesure où, jusqu'à présent, la répression administrative était plus large que la répression pénale, visant également, au-delà des seuls marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation organisés. S'agissant de la pénalisation impérative des formes graves d'abus de marché, le droit français connaît, depuis longtemps, des délits de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, de manipulation de cours et d'opération d'initié¹⁰⁸. La matière financière semble, en tout cas, aller à rebours de la tendance générale à la dépénalisation du droit des affaires.

2 - La définition des faits générateurs

- 38 - **Remarques préliminaires : justification du recours à la notion d'abus de marché ; autonomie par rapport à la notion d'abus de marché.** L'on pourra s'étonner du rapprochement ainsi fait entre abus de marché et responsabilité civile, étant donné que l'un et l'autre poursuivent des finalités fondamentalement différentes. En effet, les abus de marché sont des infractions ayant pour objectif, dans le cadre du droit répressif, la protection du bon

¹⁰⁵ Plus précisément, aux articles 622-1 et 622-2 s'agissant de l'opération d'initié (et des manquements voisins), à l'article 631-1 s'agissant de la manipulation de cours, et enfin à l'article 632-1 du règlement général de l'AMF s'agissant de la diffusion d'une fausse information.

¹⁰⁶ L. n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, préc. Pour un commentaire détaillé des dispositions de cette loi en matière d'abus de marché, v. N. Rontchevsky, *Renforcement de la répression des abus de marché*, Bull. Joly Bourse, déc. 2013, n° 12, p. 614.

¹⁰⁷ Arrêté du 5 juin 2014 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, JORF n° 0136 du 14 juin 2014, p. 9903.

¹⁰⁸ C'est la loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970 qui a introduit en droit français le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et le délit d'initié (v. loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970 portant modification de la loi n° 66-537 sur les sociétés commerciales et de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 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, JORF du 24 décembre 1970, p. 11891). Quant au délit de manipulation de cours, il est le plus ancien des délits boursiers puisque c'est la loi du 3 décembre 1926 qui étendit aux effets privés le champ d'application du délit d'altération des prix de l'ancien article 419 du Code pénal, qui sanctionnait déjà la manipulation des prix des denrées, marchandises et effets publics.

fonctionnement du marché, tandis que la responsabilité civile vise avant tout à la réparation des préjudices. Il n’y a toutefois pas, à notre sens, de défaut conceptuel à s’inspirer de la notion d’abus de marché pour déterminer le champ d’application des faits générateurs de responsabilité civile dans le cadre de cette étude. En effet, les infractions pénales, si elles assurent en priorité le respect de l’intérêt général – plus précisément ici, l’intérêt du marché –, protègent du même coup des intérêts privés¹⁰⁹, dont les victimes peuvent d’ailleurs demander réparation devant le juge pénal lui-même lorsqu’ils ont été bafoués. En témoigne notamment le recul progressif en jurisprudence de la catégorie des infractions dites d’intérêt général, n’ayant pour objet que l’intérêt général à l’exclusion de tout intérêt privé. Bien plus, si nous nous sommes inspirés des abus de marché afin de déterminer les faits générateurs que nous souhaitons retenir, c’est précisément parce qu’ils constituent intrinsèquement une atteinte générale au bon fonctionnement du marché de nature, comme on l’a expliqué, à manifester le plus fort particularisme en matière de responsabilité civile. Autrement dit, leur finalité de protection de bon fonctionnement du marché ne nous intéresse pas en tant que telle, mais au regard des effets particuliers qu’elle produit sur le marché sous l’angle de la responsabilité civile.

En outre, s’ils s’inspirent largement des différents abus de marché, les faits générateurs retenus sont loin de s’identifier exactement à ces derniers. Cela est particulièrement vrai des fautes civiles commises dans l’information du public qui, comme nous allons le voir, dépassent très largement le seul cadre de l’abus de marché de diffusion d’informations fausses ou trompeuses, pour englober notamment l’ensemble des obligations relatives à l’information du public, et constituent le cœur de cette étude. Cela joue également, certes dans une moindre mesure, pour les autres faits générateurs, étant donné que la responsabilité civile n’est pas tenue par le principe cardinal de légalité des délits et des peines du droit répressif, de sorte que les fautes civiles s’inspirant des opérations d’initié et des manipulations de cours, n’ont pas à respecter précisément les éléments constitutifs, aussi bien matériels que moraux¹¹⁰, de

¹⁰⁹ Le considérant 43 de directive Abus de marché de 2003 énonce ainsi expressément qu’« *une information déséquilibrée et un manque de transparence* » sont « *de nature à compromettre le fonctionnement des marchés et surtout à causer un préjudice aux consommateurs et aux petits investisseurs* ».

¹¹⁰ L’on remarquera notamment que le critère de l’intentionnalité, généralement requis en droit répressif – notamment pénal -, ne joue pas en matière de responsabilité civile délictuelle où, en vertu de l’article 1383 du Code civil, une simple faute d’imprudence suffit. L’on verra toutefois que cette différence n’a en pratique que peu d’impact, étant donné que les faits générateurs retenus en matière de responsabilité civile présenteront généralement, de fait, un caractère intentionnel.

ces infractions, et peuvent être envisagées de manière plus large. Cela ressort aussi du fait que nous ne retiendrons pas l'ensemble des abus de marché, et encore moins leur tentative, pourtant désormais sanctionnée, faute de résultat dommageable. La nouvelle infraction autonome de « *divulgateion illicite d'informations privilégiées* », qui prend déjà la forme en droit français de la communication d'informations privilégiées¹¹¹, ne sera ainsi pas étudiée en tant que telle, étant donné que c'est l'opération d'initié elle-même qui est susceptible de causer un préjudice, plus que la communication préalable à l'initié de l'information privilégiée. Cela se manifeste enfin par le fait que, si les matières premières, les quotas de gaz à effet de serre et les indices de référence sont désormais couverts par la répression des abus de marché, ils ne seront pas abordés de manière spécifique¹¹².

D'ailleurs, nous ne nous référerons pas, de manière générale, à la distinction retenue au sein des abus de marché, par le droit européen et le droit français, entre les opérations d'initié et les manipulations de marché, comprenant la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et la manipulation de cours¹¹³. Certes, la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et la manipulation de cours, visant toutes deux à manipuler le marché, présentent une identité de finalité, en comparaison avec l'opération d'initié. Toutefois, la prise en compte des effets sur la responsabilité civile tend à rapprocher la manipulation de cours et l'opération d'initié, et à les distinguer de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Nous préférons ainsi adopter une distinction, plus pertinente au regard de la responsabilité civile, entre, d'une part, la défectuosité de l'information délivrée au marché **(a)**, et d'autre part, l'intervention frauduleuse¹¹⁴ sur le marché lui-même **(b)**.

¹¹¹ V. C. mon. fin., art. L. 465-1 al. 2 et 3, relatif au délit de communication d'une information privilégiée en matière pénale ; et RG AMF, art. 622-1 al. 2, 2°, relatif à l'obligation d'abstention de communiquer une information privilégiée (manquement de communication d'une information privilégiée) en matière administrative.

¹¹² La manipulation des indices de référence bancaires notamment, telle que celle de grande ampleur ayant eu lieu sur le *LIBOR* et l'*EURIBOR*, a nécessairement causé de multiples préjudices en dehors des marchés boursiers, qui n'entreront donc pas le champ d'application de cette thèse. Leur dimension proprement bancaire ne sera ainsi pas abordée.

¹¹³ S'agissant du droit français, en matière administrative, le livre VI du règlement général de l'AMF consacre son titre II aux « *opérations d'initié* » et son titre III aux « *manipulations de marché* », ce dernier titre étant composé d'un chapitre I relatif aux « *manipulations de cours* » et d'un chapitre II relatif au « *manquement aux obligations d'information* », qui comprend une section unique relative à la « *diffusion d'une fausse information* ». En matière pénale, le délit d'initié (ainsi que celui de communication d'une information privilégiée) est incriminé à l'article L. 465-1 du Code monétaire financier, tandis que le délit de manipulation de cours et celui de diffusion d'informations fausses ou trompeuses sont regroupés à l'article L. 465-2 du même code, et divisés respectivement entre les alinéas 1 et 2 de cet article.

¹¹⁴ En droit français, selon Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique*, par G. Cornu *et al.*, *op. cit.*, la « *fraude* » est, dans un sens général, un acte de mauvaise foi, une tromperie, un acte accompli dans le dessein de

a - La défektivité de l'information délivrée au marché

- 39 - **L'information publique défectiveuse.** Le principal fait générateur étudié dans cette thèse comprend toutes les fautes commises dans l'information du public sur le marché boursier, plus précisément sur le marché secondaire. L'on désignera ainsi l'ensemble de ces comportements sous les expressions génériques de « *défectivité de l'information publique* » ou d'« *information publique défectiveuse* ». On pourra aussi utiliser le terme d'« *information financière* », qui désigne l'ensemble des informations relatives aux émetteurs et aux titres cotés et délivrées au public par tous les acteurs du marché, étant précisé toutefois que notre thèse a pour objet principal celles propres au marché secondaire. En effet, outre celle de ne pas diffuser d'informations mensongères, sous peine de se voir sanctionnés pénalement ou administrativement au titre d'un abus de marché, les acteurs des marchés financiers sont tenus à de nombreuses obligations relatives à l'information du public.
- 40 - **Les obligations des émetteurs et de leurs dirigeants.** Au premier plan de l'information due au public, se trouvent l'émetteur et, par voie de conséquence, ses dirigeants. Cela se comprend aisément : l'émetteur est naturellement le premier producteur de l'information financière, étant donné qu'il en est « *le principal sujet* »¹¹⁵. Il est ainsi tenu d'une double obligation d'information du public sur le marché secondaire - information qui doit en outre être, de manière générale, « *exacte, précise et sincère* ». D'une part, une obligation d'information permanente en vertu de laquelle il est tenu de révéler au public, dès que possible, toute information privilégiée¹¹⁶ (ou information *ad hoc*), et qui constitue un cadre permanent de communication avec le marché. D'autre part, une obligation d'information périodique, c'est-à-dire délivrée à échéances régulières (annuelle, semestrielle, voire trimestrielle) et ayant trait notamment aux états financiers, et qui constitue un cadre régulier de communication avec le marché. La faute civile peut, ainsi, consister aussi bien dans l'acte positif de diffusion d'informations mensongères (c'est-à-dire fausses ou trompeuses), que dans l'omission de délivrer au public des informations qui auraient dû l'être.

préjudicier à des droits que l'on doit respecter, ou bien la mauvaise foi, l'intention frauduleuse elle-même. De la même façon, cet ouvrage donne la définition suivante de « *frauduleux* » : « *ce qui est entaché de fraude, destiné à tromper autrui ou à lui porter préjudice, à tourner la loi ; se dit d'un acte, d'agissements, d'une intention* ».

¹¹⁵ V. A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1412.

¹¹⁶ Une information privilégiée est, de manière synthétique, une information confidentielle, c'est-à-dire non publique, précise et sensible (c'est-à-dire de nature à agir sur le cours de bourse).

41 - **Les obligations des autres acteurs du marché.** Au second plan, se trouvent les autres acteurs des marchés financiers délivrant des informations au public, tels que les analystes financiers, les agences de notation et les commissaires de comptes, et qui sont tenus, à ce titre, d'obligations particulières¹¹⁷. La faute prend alors plus précisément la forme d'un manquement aux obligations professionnelles leur incombant, et est ainsi susceptible de revêtir un aspect plus complexe. Les analystes financiers et les agences de notation notamment, en ce qu'ils délivrent des informations qui ne sont pas factuelles mais constituent des opinions, sont tenus d'observer des règles méthodologiques spécifiques quant à la confection et à la présentation desdites opinions. Les commissaires aux comptes se trouvent, quant à eux, dans une situation originale : l'information qu'ils produisent sur le marché secondaire est, essentiellement, celle émise par l'émetteur, mais ils sont astreints à des obligations, notamment quant aux diligences effectuées, spécifiques à leur profession.

b - L'intervention frauduleuse sur le marché

42 - **L'intervention frauduleuse sur le marché.** L'intervention frauduleuse sur le marché boursier se distingue de l'information défectueuse qui y est délivrée, précisément en ce qu'elle nécessite une intervention directe sur ledit marché, c'est-à-dire la passation d'ordres de bourse, ce qui entraînera des conséquences particulières en matière de responsabilité civile. Cette notion, fortement inspirée par celle d'abus de marché, recouvre, plus précisément, deux types de comportement : l'opération d'initié ou l'exploitation d'un avantage informationnel (i), et la manipulation de cours (ii).

i - L'opération d'initié ou l'exploitation d'un avantage informationnel

43 - **L'abus de marché d'opération d'initié.** L'opération d'initié¹¹⁸ constitue un abus de marché sanctionné à la fois pénalement sous le terme de « *délit d'initié* », et administrativement sous

¹¹⁷ On notera que les investisseurs eux-mêmes sont tenus d'information envers le public, notamment en matière de franchissement de seuils et de déclaration d'intention, et peuvent donc voir leur responsabilité civile mise en cause à ce titre. La question n'ayant pas à ce jour suscité de contentieux ni de difficulté particulière en matière de responsabilité civile, elle ne sera pas abordée en détail au cours de cette étude.

¹¹⁸ V. de manière générale sur les opérations d'initié, Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 478 et s. ; A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1503 et s. ; P. Clermontel, *op. cit.*, n° 594 et s. ; D. Martin, E. Dezeuze et F. Bouaziz (en collaboration avec M. Françon), *op. cit.*, n° 41 et s.

le terme de « *manquement d'initié* »¹¹⁹. Il consiste pour l'essentiel dans l'exploitation ou l'utilisation – les deux termes pouvant être tenus pour synonymes - d'une information privilégiée par un investisseur à travers la réalisation d'opérations sur le fondement de cette information. Comme en matière d'information permanente, une information privilégiée est définie, de manière générale, comme une information présentant trois caractéristiques : elle est non publique ou confidentielle, précise, et sensible, c'est-à-dire, de nature à agir sur le cours ou, en matière administrative, à influencer la décision d'un investisseur raisonnable¹²⁰. L'infraction requiert donc, classiquement, deux éléments pour être caractérisée. D'une part, un double élément matériel, consistant à la fois dans la détention d'une information privilégiée et la réalisation d'opérations. D'autre part, un élément moral, consistant dans le fait que les opérations litigieuses ont été déterminées par ladite information privilégiée, c'est-à-dire dans l'exploitation ou l'utilisation de celle-ci. Et ce y compris en matière administrative où, si la question a pu y être discutée, l'utilisation fait désormais l'objet d'une présomption réfragable de sorte que le manquement ne peut être considéré comme purement objectif¹²¹.

- 44 - **La faute civile d'exploitation d'un avantage informationnel.** Si le fait générateur peut naturellement consister dans la commission d'une opération d'initié, il est également concevable qu'une faute civile puisse exister en l'absence d'une telle opération d'initié, faute qu'en soient caractérisés tous les éléments au regard du principe de légalité des délits et des peines. En effet, quoique la question ait pu être débattue en doctrine, il ne fait pas de doute, selon nous, que l'exploitation d'un avantage informationnel par un investisseur constitue un comportement immoral et donc contraire au standard du bon père de famille du droit de la responsabilité civile. Il ne s'agit ni plus ni moins que d'une triche commise en violation du principe d'égalité à l'information et au détriment d'autres investisseurs présents sur le marché. L'initié ne peut, en effet, ignorer que s'il réalise une bonne affaire, d'autres, en contrepartie,

¹¹⁹ V. RG AMF, art. 622-1 et 622-2.

¹²⁰ Il doit s'agir en outre d'une information provenant de l'extérieur et non d'un travail d'analyse ou de recherche. V., ainsi, Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 484, « *une information privilégiée est d'abord une information, c'est-à-dire la connaissance d'un événement, d'un fait. Cette connaissance du fait doit provenir "de l'extérieur". Autrement dit, seul ce qui relève du renseignement (connaissance par voie externe) peut être appréhendé et non ce qui relève du savoir (connaissance interne)* ».

¹²¹ La Cour de justice de l'Union européenne est venue trancher le débat, en 2009, dans un arrêt *Spector Photo Group NV* (cf. *infra*). Si elle valide l'approche objective retenue en matière administrative, afin de garantir l'effectivité de la répression, ce n'est toutefois qu'en posant une présomption réfragable d'utilisation de l'information, de sorte que le mis en cause peut désormais apporter largement la preuve contraire. Cette jurisprudence a, en outre, été confirmée par le nouveau règlement européen de 2014 relatif aux abus de marché. L'autorité administrative française semble désormais s'être mise en conformité.

en font nécessairement une mauvaise. Et il importe peu à cet égard qu'il ne connaisse pas l'identité desdites victimes, contrairement à ce qu'il en est dans une transaction de gré à gré. En d'autres termes, l'anonymat des marchés boursiers ne nous paraît pas de nature à faire reculer le seuil de la faute civile.

Cette faute, que l'on peut qualifier d'« *autonome* », consisterait alors, comme en matière répressive, dans l'exploitation ou l'utilisation d'un avantage informationnel, c'est-à-dire dans la réalisation de transactions sur le fondement d'une information provenant de l'extérieur et non d'un travail de recherche et d'analyse par l'investisseur. En revanche, cette information n'aurait pas nécessairement à satisfaire toutes les caractéristiques d'une information privilégiée. Certes, elle devrait être non publique, puisqu'à défaut il n'existerait pas d'avantage informationnel, mais elle pourrait ne pas revêtir les caractères de précision et de sensibilité. Il suffit, selon nous, qu'elle ait été considérée comme suffisamment importante par l'investisseur concerné pour qu'elle l'ait déterminé dans sa décision d'investissement, sans qu'il ait eu à effectuer un travail supplémentaire de recherche ou d'analyse de cette information ou à accepter de prendre un risque sur le marché, c'est-à-dire de se confronter à nouveau à l'aléa boursier.

Il faut bien voir, toutefois, que la question de l'existence d'une éventuelle faute civile autonome d'un abus de marché est essentiellement théorique. En effet, si une opération d'initié n'est pas sanctionnée pénalement ou administrativement, les investisseurs n'auront généralement pas connaissance de l'exploitation d'un avantage informationnel sur le marché par un investisseur particulier, de sorte que personne ne sera amené à s'en plaindre. En outre, il faut bien reconnaître que, d'un point de vue matériel, la différence entre opération d'initié et faute civile autonome, est minime, étant donné que l'information qu'un investisseur raisonnable jugera suffisamment importante pour l'utiliser en bourse devrait généralement être tenue comme précise et sensible du point de vue répressif. L'espace pour une faute civile autonome d'une opération d'initié est, donc, fort mince. Par commodité, nous emploierons ainsi, de manière générale, l'expression d'« *opération d'initié* ».

ii - La manipulation de cours

- 45 - **L'abus de marché de manipulation de cours. Une manipulation des conditions de marché.** La manipulation de cours, que la directive Abus de marché regroupe pourtant avec la

diffusion d'informations fausses ou trompeuses dans la catégorie des « *manipulations de marché* », se rapproche en pratique de l'opération d'initié en ce qu'elle se traduit également, d'un point de vue matériel, par une intervention directe sur le marché. Il s'agit ainsi d'une deuxième forme d'intervention frauduleuse en bourse. Comme les autres abus de marché, elle est, en droit français, réprimée à la fois pénalement et administrativement¹²². Si la définition du manquement administratif est passablement compliquée¹²³, l'on peut se référer, en première analyse, au délit pénal qui, lui, s'énonce simplement et 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 ou d'un système multilatéral de négociation en induisant autrui en erreur* »¹²⁴. La manipulation de cours consiste donc, pour l'essentiel, à exercer des manœuvres, c'est-à-dire d'effectuer ou d'émettre des ordres de bourse, en vue d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché boursier et notamment de tromper les investisseurs. Elle requiert ainsi, classiquement, deux éléments pour être caractérisée : d'une part, un élément matériel, consistant dans des manœuvres, c'est-à-dire une intervention directe en bourse ; et d'autre part, un élément moral, consistant en un dol spécial – la volonté d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché boursier et notamment de tromper les investisseurs.

A la vérité, la dénomination de « *manipulation de cours* » est trop restrictive pour être représentative de ce que recouvre véritablement cette infraction. Elle constitue, en effet, plus largement une manipulation de l'ensemble des conditions de marché relatives à un instrument, et non celle de son seul cours de bourse. Par conditions de marché, nous entendons l'état du marché relativement à un instrument, c'est-à-dire l'ensemble des données ayant trait à cet instrument sur le marché. Cela recouvre certes le cours de bourse et éventuellement sa volatilité¹²⁵, mais également, plus en amont, le carnet d'ordres, qui répertorie l'ensemble des

¹²² Pour plus de détails, v., notamment, Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 502 et s. ; A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1566 et s.

¹²³ Compte tenu de la difficulté de donner une définition générale de la manipulation de cours, le législateur européen a préféré, dans un souci de mieux appréhender les pratiques répréhensibles, procéder par énumération. L'article 631-1 du règlement général de l'AMF, transposant la directive Abus de marché, dresse ainsi une liste des pratiques constitutives de manipulation de cours, ce qui dénote combien ces manœuvres « *sont connues, répertoriées et...pratiquées* » (D. Schmidt, *Les délits boursiers, in Où en est la dépenalisation dans la vie des affaires ?*, RJ com., n° spécial, nov. 2001, p. 71, spéc. n° 20).

¹²⁴ C. mon. fin., art. L. 465-2 al. 1.

¹²⁵ La volatilité d'un titre mesure l'ampleur des variations du cours de bourse dudit titre. Elle permet ainsi de quantifier la rentabilité et le risque liés audit titre. De manière simple, plus la volatilité est élevée, plus la probabilité de gain mais également de perte l'est également.

ordres de vente et d'achat passés sur cet instrument, et donc l'activité (c'est-à-dire l'offre et la demande) et la liquidité dudit instrument. Le but du manipulateur est donc, plus précisément, de manipuler les conditions de marché d'un instrument. Cette constatation se déduit aisément de la formulation très générale de l'incrimination pénale et de l'étendue des comportements appréhendés par le manquement administratif de manipulation de cours.

- 46 - **Place pour une faute civile autonome ?** L'on peut se demander si, comme en matière d'opération d'initié, il y place pour une faute civile autonome de manipulation des conditions de marché, en l'absence de caractérisation d'un abus de marché de manipulation de cours. La réponse est certainement négative. D'un point de vue matériel, la manipulation de cours englobe déjà, malgré son intitulé restrictif, la manipulation de l'ensemble des conditions de marché relatives à un instrument. D'un point de vue moral, la question est plus pertinente sachant que l'infraction pénale, tout comme pour l'essentiel le manquement administratif – même si la question a pu être discutée –, requiert une intention frauduleuse, tandis qu'en matière de responsabilité civile, une simple imprudence ou négligence suffit. Il faut reconnaître, toutefois, que même en matière civile on a du mal à imaginer un investisseur dont le comportement conduirait, par simple imprudence ou négligence, à manipuler l'état du marché. En fait, seule l'intention frauduleuse de l'investisseur permet de distinguer des ordres de bourse réguliers d'ordres ayant pour objet d'entraver le fonctionnement du marché ou de tromper ; à défaut d'une telle intention, il est impossible d'en faire le départ. En d'autres termes, en matière civile comme en matière répressive, c'est l'intention frauduleuse de l'investisseur qui en fait un manipulateur. Il n'y a donc pas place ici pour une faute civile qui soit autonome, de sorte qu'elle ne peut que découler de l'abus de marché de manipulation de cours.

Paragraphe 2 - Les effets de la rencontre, le particularisme de la responsabilité civile sur les marchés boursiers

- 47 - **Les effets de la rencontre, le particularisme de la responsabilité civile sur les marchés boursiers.** S'il est des rencontres plus ou moins heureuses, il en est encore certaines qui laissent indifférents. Tel n'est pas le cas, en tout état de cause, de celle de la responsabilité civile et des marchés boursiers qui, s'agissant tout du moins des faits générateurs retenus, est loin d'être neutre. L'information publique défectueuse, tout comme l'intervention frauduleuse en bourse, vont en effet engendrer un fort particularisme de la responsabilité civile (A). Cela

n'est guère surprenant étant donné que nous les avons choisies pour cette raison, et se vérifiera aisément en comparaison du moindre particularisme suscité par les autres faits générateurs **(B)**.

A - Le fort particularisme de la responsabilité civile au titre des faits générateurs retenus

- 48 - **Le fort particularisme de la responsabilité civile pour information publique défectueuse ou intervention frauduleuse sur le marché boursier.** Remarquons d'emblée que, compte tenu de la nature des faits générateurs retenus, notre thèse sera pour l'essentiel limitée aux préjudices subis par les investisseurs, à l'exclusion des autres participants du marché. C'est à leur endroit, en effet, que tant l'information publique défectueuse que l'intervention frauduleuse sur le marché boursier se caractérisent par un fort particularisme de la responsabilité civile. D'abord, de manière évidente, parce que constituant une atteinte générale au bon fonctionnement susceptible de léser tout investisseur, elles sont, par leur définition même, de nature à entraîner des préjudices de masse, c'est-à-dire de multiples préjudices individuels à l'encontre de nombreuses victimes. Mais également, de manière plus fine, pour deux autres raisons : d'une part, elles entraînent toutes deux une dualité fondamentale du préjudice sur le marché boursier **(1)** ; d'autre part, les caractéristiques du marché boursier viennent encore fortement compliquer l'analyse et le traitement dudit préjudice **(2)**.

1 - La dualité fondamentale du préjudice sur le marché boursier

- 49 - **Dualité d'altération et de préjudice.** L'information publique défectueuse et l'intervention frauduleuse en bourse engendrent une double altération, non seulement sur la décision de l'investisseur mais encore sur le marché lui-même **(a)**, qui génère à son tour une dualité de préjudice **(b)**.

a - La dualité d'altération

- 50 - **La dualité d'altération : une altération de la décision et du marché.** L'analyse des conséquences des faits générateurs retenus en matière de responsabilité civile sera très

largement approfondie au cours de la thèse, mais doit, dès maintenant, être abordée de façon relativement détaillée afin d'en justifier le champ d'application. En effet, dans la mesure où elles constituent une atteinte générale au bon fonctionnement du marché susceptible de nuire à l'ensemble des investisseurs sur le marché, l'information publique défectueuse comme l'intervention frauduleuse en bourse sont susceptibles d'exercer une double influence : à la fois, classiquement, sur la décision de l'investisseur, mais aussi, de manière plus originale, sur le marché lui-même. Il en résulte ainsi une double atteinte ou altération : d'une part, une altération du processus décisionnel de l'investisseur ; et d'autre part, une altération du marché, elle-même d'ailleurs susceptible d'altérer, dans un second temps, la décision de l'investisseur.

b - La dualité de préjudice

51 - **La dualité de préjudice. La *summa divisio* entre préjudice d'altération de la décision et préjudice d'altération du marché.** De la dualité de l'altération provoquée par le fait générateur, découle également une dualité du préjudice causé¹²⁶. Apparaît ainsi une *summa divisio*, que nous retrouverons tout au long de cette thèse, entre deux types de préjudice. D'une part, le préjudice classique d'altération de la décision de l'investisseur, qui n'est pas propre au marché boursier puisqu'il est susceptible de survenir à chaque fois qu'une information fautive ou trompeuse est délivrée de manière publique ou individuelle et que l'on retrouve donc dans bien d'autres domaines (notamment en droit de la consommation et en droit médical). D'autre part, le préjudice d'altération du marché, qui est au contraire spécifique au marché boursier et peut prendre, en fonction du fait générateur commis, deux formes distinctes : soit celle d'un préjudice d'altération du cours de bourse, soit celle d'un préjudice d'altération du carnet d'ordres.

Précisons d'ailleurs que le lieu de réalisation du préjudice, c'est-à-dire le marché boursier sur lequel s'effectue le cas échéant¹²⁷ la transaction préjudiciable, importe peu : il peut s'agir du

¹²⁶ L'on retrouve, en fait, ici la distinction proposée par certains auteurs entre le « *dommage* », en tant qu'atteinte, et le « *préjudice* », en tant que lésion d'un intérêt provoquée par cette atteinte. Bien que cela confirme que cette distinction n'est pas dépourvue de pertinence, nous ne l'avons toutefois pas utilisée, préférant employer le terme d'« *atteinte* » ou d'« *altération* » plutôt que celui de « *dommage* », étant donné qu'elle n'est pas retenue par une grande partie de la doctrine et compliquerait donc inutilement le propos.

¹²⁷ Il se peut qu'il y ait préjudice sans qu'une transaction ne soit réalisée. Tel est le cas de l'investisseur qui conserve ses titres ou décide de ne pas en acheter sur le fondement d'une information publique défectueuse. Il

marché de cotation principal ou bien de tout autre marché de cotation des instruments financiers. L'affirmation mérite toutefois d'être affinée et distinguée selon la nature des faits générateurs. S'agissant de l'information publique défectueuse, elle peut exercer une influence sur l'investisseur ou sur n'importe quel marché de cotation, même lorsque l'obligation d'information violée résulte de la cotation sur un autre marché que celui où a lieu la transaction. Tel est le cas notamment en cas de violation d'une obligation d'information due au marché en raison de la cotation des instruments financiers concernés sur un marché réglementé : il importe peu ensuite que la transaction sur ces instruments ait lieu sur un autre marché boursier, dans la mesure où la décision de l'investisseur ou cet autre marché se trouve altéré par ladite violation. S'agissant de la manipulation de cours ou de l'opération d'initié, il faut distinguer entre le type d'altération : dans le cas d'une altération du cours, le raisonnement est évidemment le même que celui valant pour l'information publique défectueuse, à savoir qu'il importe peu que la transaction préjudiciable ait lieu sur un autre marché que celui où a été réalisée initialement la manipulation du cours ou l'opération d'initié ; dans le cas d'une altération du carnet d'ordres en revanche, le préjudice, par définition, ne peut avoir lieu que sur le marché de commission de ladite manipulation de cours ou opération d'initié. Cette précision n'a toutefois que peu d'importance, dans la mesure où, comme il a été dit, les abus de marché sont désormais sanctionnés sur l'ensemble des marchés boursiers.

En tout état de cause, si la dualité du préjudice – préjudice d'altération de la décision ou préjudice d'altération du marché - est relativement simple à appréhender d'un point de vue théorique, elle n'en est pas moins *fondamentale*. Elle pose, en effet, un problème majeur de politique juridique en matière de responsabilité civile puisqu'il faudra décider du type de préjudice dont on souhaite privilégier la réparation, et ce d'autant que les deux altérations se produiront souvent simultanément.

- 52 - **Remarque complémentaire. Analyse fondée sur les préjudices individuels, à l'exclusion du préjudice collectif.** En droit de la responsabilité civile, l'époque est à la réparation des préjudices que l'on qualifie de « *collectifs* », en ce qu'ils viennent réparer l'atteinte portée à

peut alors y avoir préjudice d'altération de la décision sans qu'un marché particulier soit concerné, notamment si les titres sont cotés sur plusieurs marchés.

un intérêt collectif, et non individuel¹²⁸. L'on peine, toutefois, à saisir ce que recouvre précisément la notion d'intérêt collectif¹²⁹, « *qui ne saurait être réduit ni à un intérêt personnel, ni à l'intérêt général* »¹³⁰. Traditionnellement, il visait, comme l'indique sa dénomination, le préjudice éprouvé par « *une collectivité d'individus envisagée en elle-même, et indépendamment des intérêts de chacun des membres de ladite collectivité* »¹³¹, du fait notamment d'une violation du droit de l'environnement, de la consommation, de la santé ou du travail, et dont un syndicat ou une association habilitée était susceptible de demander réparation en justice. Toutefois, avec la montée en puissance ces dernières années des atteintes causées à l'environnement, la doctrine s'est interrogée sur la possibilité de reconnaître un « *préjudice écologique pur* », consistant dans l'atteinte à la nature en elle-même, et a été amenée à procéder à un effort louable de conceptualisation. Elle a ainsi pu définir, de manière plus générale¹³², le préjudice collectif comme un préjudice « *objectif* »¹³³, en ce qu'il serait « *détaché du titulaire de l'action en réparation* »¹³⁴ ou constituerait « *la lésion d'un intérêt conforme au droit mais indépendant de toutes répercussions personnelles* »¹³⁵. L'on assiste, en tout état de cause, au développement d'actions, engagées par des groupements autorisés à agir pour la défense d'un intérêt collectif, en réparation d'un préjudice subi par une collectivité de personnes voire par l'environnement lui-même. Le

¹²⁸ Les préjudices collectifs ne doivent, ainsi, pas être confondus avec les préjudices subis à titre individuel par une personne morale, telle qu'une société ou une association, ou par des victimes déterminées qui ont mandaté une association habilitée à agir en leur nom en réparation de leurs préjudices personnels, à travers une action en représentation conjointe, dès lors qu'il s'agit de préjudices personnels et non d'un préjudice collectif. En effet, la personne morale agit alors pour la défense d'intérêts personnels même s'ils ne sont pas toujours les siens propres. V., ainsi, les explications très claires de M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 409 et 410. Le préjudice dit « *de masse* » n'est pas plus un préjudice collectif, dans la mesure où il ne constitue que l'addition de préjudices individuels subis par un grand nombre de personnes, qu'elle se soient ou non regroupées (*ibid.*, n° 420).

¹²⁹ V., notamment, S. Guinchard, *L'action de groupe en procédure civile française*, RID comp., 1999, p. 599, considérant le préjudice collectif « *fuyant* », ou Ph. Stoffel-Munck, note sous Cass. 1^{re} civ. 13 nov. 2008, JCP G, 2009, I, 123, le qualifiant de « *bien étrange et bien abstrait* ».

¹³⁰ L. Cadiet et E. Jeuland, *Droit judiciaire privé*, LexisNexis, coll. Manuel, 2013, 8^e éd., n° 381. En effet, comme l'explique Ph. Brun, *op. cit.*, n° 199, « *il n'atteint pas l'universalité de l'intérêt général, sans se réduire pour autant à une somme d'intérêts individuels* ».

¹³¹ Ph. Brun, *ibid.*

¹³² V., déjà, G. Viney, *Le préjudice écologique*, RCA, mai 1998, n° spécial, p. 6, définissant le préjudice écologique pur comme un préjudice portant atteinte « *à des biens qui sont à l'usage de tous* ».

¹³³ V., notamment, O. Berg, *Le dommage objectif*, in *Etudes offertes à Geneviève Viney : Liber amicorum*, LGDJ-Lextenso éd., 2008. Adde M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 420, indiquant que pour admettre la prise en compte du préjudice collectif par la responsabilité civile, « *il faudrait admettre, par analogie avec le mouvement d'objectivation de la faute et l'abandon de l'élément subjectif de celle-ci dans l'intérêt des victimes, l'abandon de l'élément subjectif du préjudice, c'est-à-dire l'exigence de répercussions sur les personnes* ».

¹³⁴ V. C. Dreveau, *Réflexions sur le préjudice collectif*, RTD civ., 2011, p. 249.

¹³⁵ V. L. Neyret, *Atteinte au vivant et responsabilité civile*, préf. C. Thibierge, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 468, 2006, qui notamment voit dans la reconnaissance du préjudice écologique pur une véritable révolution conceptuelle.

mouvement est soutenu par la jurisprudence, et la notion de préjudice collectif figure dans les projets de réforme de la responsabilité civile¹³⁶.

Le préjudice collectif ayant ainsi « *incontestablement acquis droit de cité dans notre ordre juridique* »¹³⁷, le lecteur pourra être légitimement surpris que notre thèse ne soit centrée que sur les préjudices éprouvés individuellement par les investisseurs, à l'exclusion du préjudice collectif subi par le marché, et ce alors même que nous en avons restreint le champ d'application aux atteintes générales au bon fonctionnement du marché. Encore faudrait-il, toutefois, pouvoir déterminer ce que recouvre le préjudice collectif du marché et les personnes habilitées à en demander réparation, ce qui est loin d'être évident.

L'on peut certes indiquer que le préjudice du marché correspond à la perturbation générale du bon fonctionnement du marché ou au préjudice causé au marché dans son ensemble, et non à la somme des préjudices individuels, mais au-delà il est bien difficile de le caractériser davantage et, encore plus, de le chiffrer. La notion de « *dommage à l'économie* » utilisée en droit de la concurrence en matière de sanction administrative¹³⁸ pourrait être une source d'inspiration, mais à la vérité elle n'aide guère : d'une part, la doctrine du droit de la concurrence reconnaît elle-même que la notion est « *insaisissable* »¹³⁹ ; d'autre part, le marché au sens du droit de la concurrence se distingue fortement du marché boursier, de sorte que les précisions qui ont pu être apportées à cet égard par l'Autorité de la concurrence (anciennement le Conseil de la concurrence)¹⁴⁰ trouvent peu d'écho en matière financière. La difficulté n'est pas moins grande s'agissant de la détermination des personnes susceptibles d'en demander réparation. Il pourrait s'agir *a priori* des associations de défense des investisseurs qui seraient habilitées à cet effet, mais cela n'apparaît guère souhaitable étant donné que le préjudice du marché ne s'identifie précisément pas à la somme des intérêts individuels des investisseurs qu'elles sont chargées de défendre. Seule l'AMF, en tant qu'autorité de régulation chargée de veiller à la protection de l'épargne et au bon fonctionnement des marchés, serait véritablement en mesure de « *représenter* » le marché,

¹³⁶ V. projet Catala, art. 1343 : « *est réparable tout préjudice certain consistant dans la lésion d'un intérêt licite, patrimonial et extra-patrimonial, individuel ou collectif* » ; projet Terré, art. 8 al. 2 : « *l'atteinte à un intérêt collectif, telle l'atteinte à l'environnement, est réparable dans les cas et aux conditions déterminés par la loi* ».

¹³⁷ Ph. Brun, *op. cit.*, n° 199.

¹³⁸ C. com., art. L. 464-2, I, al. 3.

¹³⁹ M. Malaurie-Vignal, *Droit de la concurrence interne et européen*, Sirey Dalloz, coll. Sirey Université, 2011, 5^e éd., n° 564.

¹⁴⁰ V., sur ces précisions, N. Spitz, *op. cit.*, n° 80.

mais on voit mal alors en quoi l'action exercée à ce titre se distinguerait de son pouvoir de sanction administrative¹⁴¹.

Mais ce n'est pas du fait de ces difficultés que nous avons délibérément choisi de ne fonder notre étude que sur les préjudices subis individuellement par les investisseurs, fussent-ils bien souvent des préjudices de masse, à l'exclusion du préjudice du marché. En effet, pour les raisons que nous détaillerons ci-après, notre travail aura pour finalité essentielle la fonction réparatrice de la responsabilité civile, et non sa fonction dissuasive que nous pensons pouvoir être bien mieux assurée par le droit répressif. Or, il nous semble précisément que la réparation du préjudice collectif vise essentiellement à assurer la fonction dissuasive et non réparatrice de la responsabilité civile. Si on lit parfois que l'intérêt collectif se situe à mi-chemin entre l'intérêt individuel et l'intérêt général, nous pensons, pour notre part, qu'il est bien plus proche de l'intérêt général « *auquel il emprunte son caractère abstrait* »¹⁴², que de l'intérêt individuel. S'agissant plus particulièrement de l'action des associations dont l'objet est en fait d'assurer la défense des « *grandes causes* »¹⁴³, l'on a d'ailleurs bien du mal à le distinguer de l'intérêt général, dont la protection appartient pourtant au seul ministère public, d'où l'encadrement auquel ces associations sont soumises. M. Philippe Brun écrit ainsi que « *les associations de ce type se voient conférer un rôle d'auxiliaire (pour ne pas dire de substitut !) du ministère public pour la défense de ce qu'il est convenu d'appeler les "grandes causes"* »¹⁴⁴.

¹⁴¹ D'ailleurs, l'article L. 621-16-1 du Code monétaire et financier, qui confère à l'AMF la possibilité d'« *exercer les droits de la partie civile* » lorsque des poursuites sont engagées en matière d'abus de marché, exclut alors qu'elle puisse également exercer son pouvoir de sanction administrative pour les mêmes faits. Au vrai, cette disposition est étrange, car comme le relèvent justement certains auteurs, faute de disposition légale spéciale, l'AMF ne devrait en principe pouvoir demander réparation devant le juge pénal que de son préjudice personnel (v. N. Spitz, *op. cit.*, n° 81), que l'on a pourtant bien du mal à caractériser (v. Y. Paclot, *Autorité des marchés financiers*, Répertoire Sociétés Dalloz, avr. 2008, n° 109 : « *on voit mal quel préjudice personnel l'autorité de marché pourrait faire valoir devant la juridiction pénale (si ce n'est, peut-être, en cas d'obstruction)* »). Sans doute, comme l'écrit S. Loyrette, *Le contentieux des abus de marché : procédure de sanction de l'AMF, information financière, opérations d'initiés, manipulations de cours*, Joly éd., 2007, n° 49, cette prérogative est destinée à permettre à l'AMF d'avoir la certitude qu'il sera donné suite aux infractions qu'elle est par ailleurs dans l'obligation de signaler au ministère public. En pratique, l'AMF n'en fait d'ailleurs pas usage (v., notamment, D. Gewinner, *Le rôle de l'AMF*, Bull. Joly Bourse, mai 2007, n° 3, p. 353). V., de manière générale, N. Spitz, *ibid.*

¹⁴² Ph. Brun, *ibid.*

¹⁴³ Selon l'expression de S. Guinchard, *L'action de groupe en procédure civile française*, RID comp., 1999, p. 599.

¹⁴⁴ Ph. Brun, *op. cit.*, n° 200, ajoutant qu'ainsi « *le problème de leur évaluation se pose avec une acuité particulière* » et concluant qu'« *il y a incontestablement, en arrière-plan de cette vieille discussion, une question d'envergure : l'Etat doit-il être tenu définitivement comme le seul depositaire légitime de la défense d'intérêts qui ne ne sont pas purement égoïstes ?* ».

Il n'en va pas différemment du préjudice collectif du marché. Sans doute l'intérêt du marché ne peut-il, pour sa part, être identifié à l'intérêt général, même s'il y participe¹⁴⁵. Il n'empêche que, par sa réparation, il s'agirait bien plus d'assurer le bon fonctionnement du marché à travers la moralisation des comportements, que l'indemnisation des investisseurs¹⁴⁶. Il ne présente donc que peu d'intérêt au regard des finalités de notre étude et ne sera donc abordé que de manière incidente.

2 - La complexité de l'analyse et du traitement du préjudice sur le marché boursier

53 - **Complexité de l'analyse et du traitement du préjudice en raison des caractéristiques du marché boursier.** Outre la nature fondamentalement duale du préjudice, les caractéristiques du marché boursier viennent, en plus, grandement compliquer l'analyse et le traitement dudit préjudice, tant pour l'information publique défectueuse (a) que pour l'intervention frauduleuse en bourse (b).

a - L'information publique défectueuse

54 - **La complexité de la responsabilité civile pour information publique défectueuse.** Les caractéristiques du marché boursier compliquent l'analyse et le traitement des préjudices causés par l'information publique défectueuse. D'une manière générale, la qualité de tiers à la transaction de l'auteur de l'information publique défectueuse va avoir pour conséquence, en termes de réparation, l'impossibilité pour ledit fautif de restituer d'éventuels profits illicites - on notera corrélativement le faible rôle joué ici par l'anonymat des transactions boursières -, étant donné que la contrepartie à la transaction boursière n'est pas l'auteur de la faute. Au-delà, le raisonnement diffère largement au regard du préjudice d'altération de la décision (i) et du préjudice d'altération du cours (ii).

¹⁴⁵ V., ainsi, Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 72 : « sans doute le bon fonctionnement des marchés financiers participe de l'ordre public car ces marchés sont un rouage de l'économie libérale qui est un soutien essentiel de l'Etat. Mais on peut hésiter à mettre en avant l'intérêt du marché dans la définition de l'ordre public car l'intérêt du marché, s'il participe à l'intérêt général, ne peut pas y être identifié ». Adde H. Synvet, préf. A-C. Muller, *op. cit.*, p. VIII, écrivant à propos de la légitimité de la primauté donnée au marché reposant elle-même sur une présomption de conformité à l'intérêt économique général : « la justesse de la présomption est affaire d'opinion, et les faits ne semblent pas toujours aller en ce sens ».

¹⁴⁶ V. dans le même sens, N. Spitz, *op. cit.*, n° 81.

i - Le préjudice d'altération de la décision

55 - **Le préjudice d'altération de la décision.** L'information publique défectueuse constitue, de manière évidente, une atteinte directe à la transparence du marché. En effet, comme toute information, l'information délivrée au public sur le marché secondaire, c'est-à-dire relativement à des émetteurs ou des instruments cotés sur le marché secondaire, est susceptible d'exercer une influence sur la décision de ceux auxquels elle est destinée ou qui en prennent connaissance - en l'occurrence l'ensemble des investisseurs. Si cette information publique est défectueuse - parce que fausse, trompeuse ou incomplète -, elle est donc de nature à causer un préjudice d'altération de la décision.

Or, deux caractéristiques du marché boursier viennent considérablement alourdir la charge probatoire de l'investisseur, au regard du préjudice d'altération de la décision provoqué par l'information publique défectueuse. Premièrement et surtout, la nature publique de l'information, de sorte qu'il est particulièrement difficile pour un investisseur d'établir qu'il s'est fondé, au titre de sa décision d'investissement, sur une information qui ne lui était pas personnellement destinée. Deuxièmement, le fait que, sur le marché secondaire, le prix est dans la dépendance de l'information publique - par exemple, une information exagérément positive rendra, aux yeux de l'investisseur, le titre concerné à la fois plus mais également moins attractif car plus cher sur le marché -, ce qui renforce encore la difficulté à démontrer le caractère déterminant de l'information. En d'autres termes, pour un investisseur particulier, l'altération du cours rendra moins probable l'altération de la décision.

Il en résulte en pratique que, dans nombre de cas, l'investisseur ne pourra obtenir réparation d'un préjudice d'altération de la décision qu'à la condition qu'une présomption de causalité soit posée en ce sens. Or, comme on l'a dit, une telle présomption présente l'inconvénient majeur de transférer à l'auteur de l'information publique défectueuse, non seulement le risque lié à ladite information, mais encore l'aléa boursier existant hors de tout comportement frauduleux et qui doit, en principe, être supporté par chaque investisseur, sous peine de perturber le fonctionnement normal du marché.

ii - Le préjudice d'altération du cours

56 - **Le préjudice d'altération du cours.** L'information publique défectueuse constitue également une atteinte indirecte à la libre formation des cours, étant donné que les ordres passés par les

investisseurs sur le fondement de l'information défectueuse viennent, dans un second temps, altérer la formation du cours. Ainsi, en raison de son caractère public, elle peut aussi exercer une influence sur le cours de bourse, en fonction du degré d'efficacité informationnelle du marché eu égard à l'instrument concerné, et causer un préjudice d'altération du cours.

Deux caractéristiques du marché boursier compliquent, alors, singulièrement l'analyse et le traitement du préjudice d'altération du cours. Premièrement, la liquidité du marché ainsi que son instabilité vont entraîner deux conséquences notables : d'une part, une forte diffusion du préjudice d'altération du cours, qui se verra fragmenté entre de multiples investisseurs ; d'autre part, la complexification de la certitude et de l'évaluation de ce préjudice. Deuxièmement, la qualité de tiers à la transaction de l'auteur de l'information défectueuse va avoir une conséquence fondamentale : étant donné que le risque lié à une information publique défectueuse est, comme l'aléa boursier, un risque diversifiable, la réalisation de transactions pour un investisseur diversifié à un cours altéré par des informations publiques défectueuses va constituer, dans l'ensemble, un jeu à somme nulle.

b - L'intervention frauduleuse en bourse

57 - La complexité de la responsabilité civile pour intervention frauduleuse en bourse.

L'analyse et le traitement des préjudices causés par une intervention frauduleuse en bourse sont encore plus complexes. En effet, la manipulation de cours comme l'opération d'initié sont, selon des modalités variables, susceptibles de causer un préjudice d'altération de la décision (i) et un préjudice d'altération du marché, qui peut prendre non seulement la forme d'une altération du cours, comme en matière d'information publique défectueuse, mais également celle d'une altération du carnet d'ordres (ii).

i - Le préjudice d'altération de la décision

58 - La manipulation de cours. Une atteinte indirecte à la transparence.

S'agissant de la manipulation de cours, elle peut, de toute évidence, causer un préjudice d'altération de la décision, en ce qu'elle vise précisément à manipuler le cours et plus largement les conditions du marché et donc à envoyer des signaux trompeurs au marché. On notera, cependant, qu'en comparaison de l'information publique défectueuse, l'altération de la décision n'est produite que de manière indirecte, à la suite d'une altération initiale du marché. En d'autres termes, si

la manipulation constitue bien une atteinte à la transparence, comme l'a d'ailleurs estimé le législateur qui a défini l'ensemble des abus de marché comme des délits pénaux constituant des atteintes à la transparence des marchés¹⁴⁷, il ne s'agit que d'une atteinte indirecte.

En tout état de cause, il sera particulièrement ardu pour l'investisseur, comme en matière d'information publique défectueuse, de rapporter la preuve de l'altération de la décision. Certes, il n'aura pas, dans cette situation, à établir qu'il s'est déterminé au regard d'une information publique, susceptible au surplus de se refléter dans le cours et donc de rendre moins probable l'altération de la décision. Il lui sera, toutefois, pratiquement tout autant, sinon plus, difficile de démontrer qu'il s'est fondé sur les signaux trompeurs envoyés au marché.

59 - L'opération d'initié. Une atteinte controversée à la transparence. L'analyse est bien plus délicate encore s'agissant de l'opération d'initié. Il semble bien, de prime abord, qu'elle puisse causer un préjudice d'altération de la décision, étant donné que les ordres passés par l'initié et éventuellement, s'ils sont suffisamment importants, leur effet sur le cours de bourse, sont susceptibles également de constituer des signaux pris en compte par les investisseurs dans leur prise de décision. Cependant, un premier élément, d'ordre pratique, amenuise ce constat tandis qu'un second, d'ordre théorique, le remet directement en cause.

Premièrement, d'un point de vue pratique, l'effet d'une opération d'initié sur le cours est généralement fort limité en raison de la faible importance des ordres de l'initié au sein de l'ensemble des ordres passés sur le titre. Il en résulte que l'altération de la décision est alors bien moins probable qu'en cas d'information publique défectueuse ou même de manipulation de cours, l'initié ne cherchant pas, lui, à manipuler le marché mais simplement à faire une bonne affaire en exploitant l'avantage informationnel qu'il détient.

Deuxièmement et surtout, d'un point de vue théorique, la question reste particulièrement controversée dans le cadre du débat relatif à la prohibition des opérations d'initié. En effet, comme nous le verrons, aux Etats-Unis, Manne, suivi par un certain nombre d'auteurs, a cherché à mettre en évidence que, loin de constituer une atteinte à la transparence, les opérations d'initié contribuaient au contraire à l'amélioration de celle-ci, dès lors qu'elles permettaient une intégration de l'information privée dans le cours de bourse et le faisaient évoluer ainsi vers sa juste valeur. Si l'on suit cette doctrine, il devient alors plus difficile de

¹⁴⁷ V. C. mon. fin., livre IV, titre VI, chap. V, section 1, Atteintes à la transparence des marchés.

considérer qu'un préjudice d'altération de la décision peut être éprouvé par un investisseur, dès lors qu'il s'est déterminé au regard d'ordres ou d'un effet sur le cours en accord avec la vérité informationnelle. La théorie défendue par Manne est, toutefois, aujourd'hui fortement contestée.

Si l'on admet en tout état de cause, à l'instar du législateur français, que les opérations d'initié constituent, comme les autres abus de marché, une atteinte à la transparence, les observations faites à propos de la manipulation de cours s'appliquent *mutatis mutandis* : il ne peut s'agir que d'une atteinte indirecte à la transparence, découlant d'une altération initiale du marché, et particulièrement difficile à prouver pour l'investisseur.

ii - Le préjudice d'altération du marché

- 60 - **Le préjudice d'altération du marché.** S'agissant de l'altération du marché, elle peut, en cas d'intervention frauduleuse sur le marché boursier, prendre deux formes : soit, comme en matière d'information publique défectueuse, celle d'une altération de cours ; soit, de manière originale, celle d'une altération du carnet d'ordres. Ici encore, l'analyse n'est toutefois pas exactement identique au regard de la manipulation de cours et de l'opération d'initié.
- 61 - **Le préjudice d'altération du cours. La nécessité d'une atteinte à la libre formation du cours.** Si la manipulation de cours est, sans conteste, susceptible de causer un préjudice d'altération du cours de bourse en ce qu'elle constitue, par définition même, une atteinte directe à la libre formation du cours, la question suscite les mêmes réserves que celles évoquées précédemment s'agissant de l'opération d'initié. D'une part, l'effet sur le cours sera généralement minime, voire inexistant, et d'autre part, les ordres passés par l'initié vont plutôt avoir tendance à ramener le cours vers sa valeur intrinsèque, de sorte que l'on peut douter que l'opération d'initié constitue bien, quant à elle, une atteinte à la libre formation du cours. C'est la question de la *légitimité* du préjudice d'altération du cours, éventuellement provoqué par une opération d'initié, qui pourra alors se poser.

Si l'on admet, en tout état de cause, que l'opération d'initié constitue, comme la manipulation de cours une atteinte, elle aussi nécessairement directe, à la libre formation du cours et peut donc engendrer un préjudice d'altération de cours, l'analyse et le traitement dudit préjudice seront alors, ici encore, compliqués par les caractéristiques du marché boursier. Et cela comme en cas d'information publique défectueuse, mais de manière légèrement différente. La

liquidité et l'instabilité du marché boursier produiront certes le même effet de diffusion du préjudice d'altération du cours au sein du marché et de complexification de sa certitude et de son évaluation. En revanche, l'auteur de la faute n'est pas ici nécessairement un tiers à la transaction, le manipulateur ou l'initié étant susceptible d'être la contrepartie de l'investisseur victime, de sorte que la réalisation de transactions à un cours altéré ne constituera plus alors, à son égard, un jeu à somme nulle mais un jeu à somme négative, dans lequel il aura plus de chances d'être perdant que gagnant. Cette hypothèse devrait toutefois rester limitée puisque c'est, le plus souvent, avec d'autres investisseurs également innocents que l'investisseur devrait postérieurement réaliser des transactions à un cours altéré initialement par l'action du manipulateur ou de l'initié. Il en résulte que l'intervention directe en bourse ne change pas fondamentalement la donne : d'une part, le risque d'altération de cours par une manipulation de cours ou une opération d'initié peut également être, en bonne partie, réduit par la diversification ; et d'autre part, l'anonymat des transactions boursières joue ici encore un rôle limité, puisque le fautif, manipulateur ou initié, est rarement la contrepartie de la victime.

62 - Le préjudice d'altération du carnet d'ordres. Une atteinte à l'égalité des investisseurs et à l'intégrité du marché. Etant donné qu'elles se traduisent toutes deux par une intervention directement au sein du carnet d'ordres, l'opération d'initié, comme la manipulation de cours, peuvent également causer un préjudice d'altération dudit carnet d'ordres. En clair, les ordres passés par le manipulateur ou l'initié sont susceptibles, en modifiant le carnet d'ordres central, soit d'empêcher la réalisation d'ordres passés par d'autres investisseurs et qui leur auraient été profitables, soit de permettre la réalisation d'ordres passés par d'autres investisseurs et qui leur ont été défavorables. L'on est ainsi contraint d'entrer dans la « *tuyauterie* » du marché, pourrait-on dire.

Quel est alors le principe dont l'atteinte est en jeu ? La réponse ne fait aucun doute s'agissant de l'opération d'initié : il s'agit d'une atteinte au principe d'égalité des investisseurs devant l'information. Si l'initié réalise une bonne affaire au détriment d'un autre investisseur qui soit est sa contrepartie, soit voit son ordre non exécuté en raison de l'intervention de l'initié, c'est bien évidemment parce que l'initié utilise illégalement l'avantage informationnel qu'il détient par rapport au reste du marché. La réponse est un peu plus délicate s'agissant de la manipulation de cours. On peut considérer toutefois qu'il y a, comme en matière d'opération d'initié, rupture d'égalité entre les investisseurs étant donné que le manipulateur sait, contrairement aux autres investisseurs, qu'il manipule le marché, ce qui constitue bien un

avantage informationnel. Il y a, en tout état de cause, atteinte par la manipulation au principe général d'intégrité du marché, c'est-à-dire de régularité et d'honnêteté des opérations, qui est expressément énoncé par le dispositif européen de répression des abus de marché.

Le problème est ailleurs, et il est fondamental. Deux caractéristiques du marché boursier vont en effet s'opposer, avec force, à la réparation des préjudices d'altération du carnet d'ordres. D'une part, l'anonymat du marché boursier qui rend particulièrement difficile l'identification des contreparties victimes ; par exemple, l'investisseur qui se trouve, par hasard, être la contrepartie d'un initié, n'en aura *a priori* jamais connaissance. D'autre part, la liquidité du marché qui va entraîner une large diffusion des préjudices d'altération du carnet d'ordres parmi les multiples investisseurs sur le marché.

B - Le moindre particularisme de la responsabilité civile au titre des autres faits générateurs

- 63 - **Les autres faits générateurs envisageables : les fautes commises par les prestataires financiers.** Un autre fait générateur aurait, principalement, pu être envisagé au titre de cette thèse : la faute commise par le prestataire de services d'investissement, et plus largement le prestataire financier, dans l'exercice de ses fonctions. Ces prestataires sont, pour l'essentiel, tenus à des obligations d'organisation et surtout à des obligations de bonne conduite dans la relation avec leur clientèle, notamment en matière d'exécution des ordres et d'information des clients – ces obligations d'information pouvant prendre la forme soit d'une information proprement dite, soit d'une mise en garde (sur les risques encourus) soit encore d'un conseil. Ce corpus de règles expose très largement les prestataires à la mise en cause de leur responsabilité civile par leurs clients, en particulier au titre des règles de bonne conduite.
- 64 - **Un particularisme bien plus faible de la responsabilité civile.** Les fautes des prestataires financiers présentent toutefois un particularisme bien moindre que l'information publique défectueuse ou les abus de marché, dans la mesure où les spécificités du marché vont jouer un rôle bien plus faible en la matière et ne vont généralement pas s'opposer à la mise en œuvre de la responsabilité civile. Celle-ci revêt en effet alors une dimension individuelle, la faute étant commise envers un client déterminé, et relève classiquement de la responsabilité civile contractuelle sur le fondement de l'article 1147 du Code civil. Les conditions de la responsabilité civile ne posent ainsi pas de véritable difficulté. En témoigne ainsi la

jurisprudence abondante existant en ce domaine, alors qu'elle reste fort limitée en matière d'information publique défectueuse et d'abus de marché où elle a pu être qualifiée de « *sous-développée* », et qui ne peut aller qu'en s'accroissant en raison du renforcement considérable des obligations à la charge des prestataires depuis deux décennies.

L'obligation d'information, de mise en garde ou de conseil du prestataire, qui suscite l'essentiel du contentieux, ne présente ainsi qu'un particularisme assez faible. En effet, la faute d'information du prestataire peut certes causer une altération de la décision dudit client mais pas, en principe, une altération du marché lui-même, faute de caractère public de ladite information. L'on ne retrouve, ainsi, pas le fort particularisme de la responsabilité civile pour information publique défectueuse ou abus de marché sur les marchés boursiers, qui tient au caractère collectif ou multilatéral du marché et se manifeste par l'existence de préjudices de masse et une *summa divisio* entre préjudice d'altération de la décision et préjudice d'altération du marché, posant une difficulté majeure de choix de politique juridique. L'on n'y retrouve encore moins, par définition, la complexité, résultant toujours de ce caractère multilatéral, de l'analyse et du traitement du préjudice d'altération du marché (difficulté de caractérisation et d'évaluation du préjudice, large diffusion du préjudice au sein du marché, etc.)¹⁴⁸.

Il est vrai que se posent en revanche, au regard du préjudice d'altération de la décision, certaines difficultés liées à la causalité et à l'évaluation, au regard notamment de la présence ici aussi de l'aléa boursier. L'investisseur est en effet, dans cette situation également, tenu de prouver tant le lien de causalité entre l'information fournie par le prestataire et la décision d'investissement préjudiciable, que son préjudice. La question se pose, toutefois, de manière bien moins aiguë, dans la mesure où il s'agit généralement d'une information individuelle et personnalisée, qui est par conséquent bien plus susceptible de provoquer une altération de la décision qu'une information publique. Les difficultés probatoires sont ainsi de bien moindre ampleur et ont été, pour l'essentiel, résolues en jurisprudence par le recours à la technique de

¹⁴⁸ V., dans le même sens, rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., p. 11 et 12, écrivant à propos du préjudice résultant de l'inexécution d'une obligation d'information par un intermédiaire : « *la situation est très différente de celle résultant d'un abus de marché. La relation entre les investisseurs, d'une part, et les intermédiaires financiers que constituent les prestataires de services d'investissement d'autre part, ne présente pas une dimension collective. L'obligation d'information due par l'intermédiaire financier au titre de ses règles de conduite telles qu'elles résultent du Code monétaire et financier et du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers s'intègre à un rapport précontractuel ou contractuel de nature bilatérale. Les difficultés tenant à la détermination et à l'évaluation du préjudice du client d'un prestataire de services d'investissement ne mettent pas en cause le caractère "diffus" des conséquences dommageables résultant d'une information fautive relative à un émetteur coté* ».

la perte de chance, comme cela est classique en droit commun de la responsabilité civile pour défaut de renseignements ou de conseil, dans la mesure où il existe généralement un aléa sur la décision que la victime aurait prise si elle avait été correctement informée¹⁴⁹. La jurisprudence apparaît, d'ailleurs, désormais bien stabilisée en la matière.

Certes, la perte de chance, nécessitant de calculer un coefficient de probabilité qui s'appliquera au préjudice final, ne peut généralement être évaluée que de manière approximative, de sorte que la méthode n'est pas exempte de critiques. Elle est toutefois, selon nous, relativement bien adaptée à une information de nature individuelle et généralement personnalisée, et qui présente donc, généralement, une probabilité assez forte d'altération de la décision. Et ce aussi bien au regard de la causalité, en ce qu'elle évite de poser une présomption de causalité qui garantirait l'investisseur de tout aléa boursier, que du préjudice, pour lequel le caractère nécessairement approximatif de l'évaluation se voit réduit par le degré généralement élevé de probabilité de réalisation du préjudice final du fait de la faute¹⁵⁰.

En conclusion, la responsabilité civile des prestataires financiers se caractérise par un particularisme relativement faible, bien moindre en tout cas que celui manifesté par l'information publique défectueuse et les abus de marché sur les marchés boursiers. Il s'agit, en fait, plus d'un particularisme lié à la qualité de « *professionnel* », d'où l'application classique de la perte de chance et l'irruption de normes professionnelles assortie d'ailleurs de la question de leur sanction, que d'un particularisme « *de marché* ». La responsabilité civile des prestataires financiers pourrait d'ailleurs être traitée dans le cadre plus large de celle des professionnels, dont une partie de la doctrine civiliste appelle à reconnaître la spécificité, tout en prenant en compte les caractéristiques de la matière financière (existence de l'aléa boursier notamment). Il est donc clair que la responsabilité civile des prestataires financiers n'a pas sa place dans notre thèse¹⁵¹.

¹⁴⁹ V., ainsi, G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Traité de droit civil, Les conditions de la responsabilité*, dir. J. Ghestin, LGDJ-Lextenso éd., 2013, 4^e éd., n° 369-1 : « *comment être sûr (...) que, dûment informée, la victime aurait eu le comportement propre à éviter le dommage ? Une incertitude affecte presque congénitalement le lien de causalité* ».

¹⁵⁰ Comp. J. Chacornac, *op. cit.*, n° 406 et s., en faveur d'une présomption de causalité en la matière afin d'éviter le caractère arbitraire de la perte de chance et de réparer la totalité de la perte subie.

¹⁵¹ En outre, elle fait déjà l'objet d'un certain nombre d'études. V., notamment, R. Hattab, *De l'obligation de conseil des prestataires de services d'investissement*, préf. M. Storck, Presses Universitaires de Strasbourg, 2006 ; S. Bonfils, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, préf. A.-M. Frison-Roche, LGDJ,

65 - **Conclusion du Chapitre I.** Le cadre de la recherche est maintenant précisément circonscrit, tant en matière de préjudice que de fait générateur. Il s'agit : des préjudices individuels éprouvés par les investisseurs sur les marchés boursiers, c'est-à-dire à l'occasion des transactions qui y sont (voire n'y sont pas) réalisées sur les instruments financiers cotés ; et causés soit par l'information publique défectueuse qui y est délivrée, soit par les abus de marché (manipulation de cours, opération d'initié) qui y sont commis et se traduisent par une intervention frauduleuse directement en bourse. C'est en effet dans ces cas que la responsabilité civile est véritablement soumise à l'épreuve du particularisme des marchés financiers, c'est-à-dire à son caractère multilatéral. Toutes les autres situations, qui ne s'inscrivent pas dans le cadre de la négociation multilatérale du marché, sont exclues : tant les opérations de gré à gré et les opérations boursières particulières (offres au public, offres publiques), que la relation des investisseurs avec leurs prestataires financiers.

L'épreuve est alors rude pour la responsabilité civile. La rencontre tourne à la confrontation, voire à l'incompatibilité. A la logique individuelle de la responsabilité civile, s'oppose frontalement celle des marchés boursiers¹⁵² qui, plus que collective, est multilatérale. La responsabilité civile se retrouve face à une forme d'échanges bien différents de ceux auxquels elle est habituée : des échanges issus d'une confrontation multilatérale, réalisés selon un processus de marché anonyme et à un prix de marché, et marqués par une forte instabilité. Le préjudice en sort fragmenté, diffus, incertain et difficile à évaluer. Encore plus, en raison de l'effet des faits générateurs non seulement sur l'investisseur mais également sur le marché, se crée une *summa divisio* entre préjudice d'altération de la décision et préjudice d'altération du marché, qui soumet la responsabilité civile à un profond dilemme, encore compliqué par le caractère intrinsèquement risqué des marchés financiers. La responsabilité civile en ressort profondément affectée, complètement inadaptée.

A-t-elle dit, pour autant, son dernier mot ? Ne peut-elle être, comme il en a été dans bien d'autres domaines, aménagée pour faire face au défi que lui lance le particularisme des marchés financiers ? Tel est l'objet de notre recherche.

coll. Droit et économie, 2005. *Adde* notamment JurisClasseur Civil Code, art. 1382 à 1386, fasc. 448, *Sociétés de bourse – Prestataires de services d'investissement*, par G. Vermelle ; I. Riassetto, *Responsabilité du gestionnaire de portefeuille*, éd. Francis Lefebvre, 2014 ; J. Devèze (*et al.*), Lamy Droit du financement, *Obligations déontologiques et responsabilité civile des intermédiaires*, n° 1333 et s., 2015.

¹⁵² On utilisera également le terme de « *marchés financiers* », notamment pour éviter les trop nombreuses répétitions, en sachant que l'on vise essentiellement les marchés boursiers.

CHAPITRE II - L'OBJET DE LA RECHERCHE : LA QUESTION DE POLITIQUE JURIDIQUE RELATIVE A L'AMENAGEMENT DE LA RESPONSABILITE CIVILE SUR LES MARCHES FINANCIERS

66 - **Précisions liminaires. Aménagements de la responsabilité civile : aménagements jurisprudentiels ou légaux.** Il nous faut d'emblée préciser que nous entendrons la notion d'« *aménagement de la responsabilité civile* » dans un sens large, comme englobant les aménagements émanant à la fois du législateur et de la jurisprudence, dans la mesure où tous deux sont susceptibles de répondre au problème qui nous occupe.

Les aménagements jurisprudentiels ont, certes, pu être d'importance et aboutir en fait à de véritables créations prétorienne mettant en place de nouveaux régimes de responsabilité dans le cadre du droit commun (par exemple, l'instauration d'un principe général de responsabilité du fait des choses à la fin du 19^e siècle), en raison du rôle éminent de la jurisprudence dans la construction de la théorie de la responsabilité civile depuis 1804. Ils consistent toutefois, plus généralement, en de simples assouplissements des conditions de la responsabilité civile par la jurisprudence dans le cadre du droit commun ; l'on pense par exemple aux présomptions de causalité en droit médical ou aux présomptions de préjudice en droit de la concurrence (en matière de concurrence déloyale notamment). Ils peuvent également consister, à l'inverse, en un renforcement des conditions de la responsabilité civile, même si cela est moins fréquent (par exemple, à travers l'exigence d'une faute séparable des fonctions en matière de responsabilité civile des dirigeants sociaux à l'égard des tiers). Ce sont essentiellement ce type d'aménagements jurisprudentiels, visant simplement à assouplir voire à renforcer les conditions de la responsabilité civile, qui nous intéressent au titre de ce travail.

Ces aménagements jurisprudentiels doivent, en tout état de cause, être distingués des aménagements légaux qui constituent, pour leur part, de nouveaux régimes spéciaux de responsabilité distincts du droit commun, que l'on songe par exemple, pour ne citer que les plus connus, à la loi sur les accidents de la circulation ou à la responsabilité du fait des produits défectueux¹⁵³. Deux critères de distinction peuvent être ainsi retenus pour

¹⁵³ Ces régimes spéciaux de responsabilité doivent *a priori* être distingués des régimes spéciaux d'indemnisation, qui ne répondent plus qu'à une pure logique d'indemnisation exclusive de l'idée de responsabilité : « *ils ne se préoccupent que de remplir la victime de ses droits, généralement au moyen de fonds d'indemnisation, sans*

caractériser un « régime spécial » : un critère formel, en ce que le régime spécial est d'origine légale ou réglementaire, et non jurisprudentielle – c'est d'ailleurs la présentation que retiennent classiquement les manuels de responsabilité civile¹⁵⁴ - ; et un critère substantiel, en ce que les régimes spéciaux s'appliquent généralement en lieu et place du droit commun et non, comme les aménagements jurisprudentiels, dans le cadre de celui-ci – il convient d'ailleurs d'organiser alors les relations entre droit commun et droit spécial¹⁵⁵ –, et se caractérisent ainsi par le traitement relativement complet des situations qu'ils réglementent¹⁵⁶.

67 - Question de politique juridique : l'aménagement de la responsabilité civile sur les marchés financiers. On l'a vu, le législateur n'a pas hésité, lorsqu'il a considéré que le besoin s'en faisait ressentir, à intervenir dans de nombreux domaines par l'édition de régimes spéciaux, visant généralement à concilier l'impératif indemnitaire et les intérêts économiques des responsables (par exemple, en accordant une responsabilité objective en contrepartie du plafonnement de la responsabilité)¹⁵⁷. Le juge également a pu assouplir les conditions de la responsabilité civile – la faute, le lien de causalité voire le préjudice – afin de faciliter l'indemnisation.

Cette question, au demeurant classique¹⁵⁸, est précisément celle qui se pose en droit financier. La responsabilité civile étant profondément inadaptée au particularisme des marchés boursiers, d'où le sous-développement en droit positif du contentieux pour information publique défectueuse ou pour abus de marché, doit-elle faire l'objet d'un aménagement en la matière ? Et dans l'affirmative, quelle forme cet aménagement doit-il prendre : l'édition par

recourir au raisonnement d'imputation des conséquences dommageables d'un fait à une personne caractérisant la responsabilité civile » (Ph. Brun, *op. cit.*, n° 660 et s., reconnaissant toutefois que la distinction peut, en pratique, s'avérer plus subtile ; elle n'est d'ailleurs, de fait, pas retenue dans tous les manuels). V. dans le même sens, L. Clerc Renaud, *Du droit commun et des régimes spéciaux en droit extracontractuel de la réparation*, th. Chambéry, dir. Ph. Brun, 2006, n° 260 et s.

¹⁵⁴ V., toutefois, M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 660, traitant le trouble anormal de voisinage au sein des régimes spéciaux, tout en observant qu'il s'agit d'« un régime particulier en raison de sa source jurisprudentielle et non légale » (*ibid.*, n° 659).

¹⁵⁵ Sur l'articulation du droit commun et des régimes spéciaux, v., notamment, S. Mauclair, *Recherche sur l'articulation entre le droit commun et le droit spécial en droit de la responsabilité civile extracontractuelle*, Fondation Varenne, Collection des Thèses, vol. 64, 2013.

¹⁵⁶ V., notamment, les explications à ce sujet de Ph. Brun, *op. cit.*, n° 651 et s., distinguant les « cas spéciaux de responsabilité » des régimes spéciaux, « dans la mesure où le législateur se borne parfois à aménager (...) les principes généraux du droit de la responsabilité pour régler, in specie, le sort de tel ou tel "débitéur de sécurité", plutôt qu'il n'édicte à proprement parler, un régime spécial ».

¹⁵⁷ V. Mireille Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 657 et s.

¹⁵⁸ Cette question s'inscrit plus généralement, en théorie du droit, dans le cadre de celle de l'autonomie d'un droit et des rapports entre droit commun et droit spécial. V., notamment, F. Grua, *Les divisions du droit*, RTD civ., 1993, p. 59.

le législateur d'un régime spécial de responsabilité civile à côté du droit commun, ou bien, plus simplement, l'assouplissement par le juge des conditions de la responsabilité civile (en l'occurrence, essentiellement le lien de causalité voire le préjudice) ?

La question consiste alors en un choix de politique juridique, c'est-à-dire « *de ligne d'action, de direction imprimée à une action par le choix des objectifs et des moyens de celle-ci* »¹⁵⁹. Jusqu'à présent, la doctrine française ne s'est guère aventurée sur ce terrain pour se contenter d'une analyse essentiellement technique¹⁶⁰. Ce stade de la réflexion doit, toutefois, être nécessairement dépassé pour lui conférer également une dimension téléologique. Un tel aménagement de la responsabilité civile ne peut, en effet, être décidé que s'il constitue un véritable apport au regard des finalités que l'on s'est données ; à défaut, il ne contribuerait qu'un peu plus à l'« *émiettement* » de la responsabilité civile dénoncé à juste titre par la doctrine¹⁶¹.

¹⁵⁹ V. Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique*, par G. Cornu et al., op. cit., p. 679, sur le terme « *politique* ». V. G. Canivet et N. Molfessis, *La politique jurisprudentielle*, in *Mélanges en l'honneur de Jacques Boré, la création du droit jurisprudentiel*, Dalloz, 2007, p. 79. Pour ces auteurs, la politique jurisprudentielle est une des sources, avec la politique législative, de la politique juridique (*ibid.*, n° 12), à partir d'un postulat de « *l'aptitude du juge à agir sur les situations sociales comme l'entend normalement le législateur* » (*ibid.*, n° 11) puisqu'« *en raisonnant comme s'il était législateur, le juge reconnaît précisément, par hypothèse, sa vocation à se substituer à la loi, défailante ou lacunaire* » (*ibid.*). Et ces auteurs de préciser la notion générale de « *politique* » : « *avoir une politique, c'est, en effet, précisément, faire des choix, sélectionner des voies, agir. C'est prétendre à une action sur le corps social et, dès lors, mettre en place les instruments d'une telle ambition* » (*ibid.*, n° 2) ; c'est en jurisprudence comme en tout autre domaine, expliquent-ils, faire un choix, qui peut être de nature diverse (social, éthique, culturel, économique, etc.), qui « *résulte par hypothèse de l'évaluation d'une situation présente, non traitée ou mal traitée, sur laquelle la décision va prétendre agir* », en fonction donc d'une donnée exogène (la situation sociale) et d'une donnée interne (l'opinion de celui qui décide), et ce pour répondre à un besoin (*ibid.*, n° 7 à 10). Cette définition peut ainsi s'appliquer de manière générale à toute politique juridique, quelle que soit sa source.

¹⁶⁰ V. toutefois J. Chacornac, op. cit., n° 866 et s., qui, le premier, à notre connaissance, a eu le grand mérite de poser clairement la question de la responsabilité civile sur les marchés financiers en termes de politique juridique.

¹⁶¹ V., notamment, L. Cadiet, *Les métamorphoses du préjudice*, in *Les métamorphoses de la responsabilité*, PUF, 1998, p. 37 ; F. Leduc, *L'œuvre du législateur : vices et vertus des régimes spéciaux*, in *La responsabilité civile à l'aube du XXI^e siècle : bilan prospectif*, RCA, n° hors-série, juin 2001, p. 50. La question se pose notamment en droit des affaires. V., ainsi, F. Pollaud-Dulian, *De quelques avatars de l'action en responsabilité civile en droit des affaires*, RTD com., 1997, p. 349 qui, s'il reconnaît certaines spécificités à la responsabilité civile en droit des affaires, met en garde contre une « *fragmentation* » inutile du droit : « *l'inflation législative et la revendication d'autonomie des diverses branches et sous-branches du droit privé conduit ici comme ailleurs à l'apparition d'une multitude de textes instituant des régimes de responsabilité commerciale spéciaux. Encore faut-il se demander chaque fois si le texte apporte quelque-chose par rapport aux articles 1382-1383 et 1147 et suivants du code civil, s'il y déroge ou les complète, ou s'il ne constitue qu'une inutile redite...* ». Contra A. Ballot-Léna, *La responsabilité civile en droit des affaires : des régimes spéciaux vers un droit commun*, préf. Ph. Dubois, LGDL, coll. Bibl. dr. pr., t. 493, 2008, plaidant pour la mise en place d'un régime spécial de responsabilité civile en droit des affaires, au motif notamment qu'elle est, bien plus qu'en droit commun, tournée vers la faute et donc la fonction punitive et dissuasive. La tentative est louable mais peine, à notre sens, à convaincre : on a, d'une part, du mal à voir en quoi cela justifie la création d'un régime spécial ; on reste, d'autre part, dubitatif sur l'homogénéité de l'ensemble du droit des affaires au regard de la responsabilité civile.

Le choix de politique juridique ne pourra, ainsi, être tranché qu'à condition de déterminer préalablement les finalités que l'on veut assigner à la responsabilité civile sur les marchés financiers (**Section I**). Il exigera également de mettre en œuvre une méthode faisant appel au droit comparé et à l'analyse économique du droit (**Section II**).

Section I - Les finalités du choix de politique juridique

- 68 - **Choix de politique juridique à partir d'une analyse fonctionnelle. Complexité de l'analyse.** Le choix de politique juridique, de la finalité que l'on cherche à atteindre, dépend des fonctions assignées aux matières juridiques qui font l'objet de cette thèse. A l'énoncé, celles-ci sont assez simples. Le droit de la responsabilité civile a, en principe, une fonction d'indemnisation et une fonction prophylactique de dissuasion (fonction dissuasive ou normative), lorsque la responsabilité est fondée sur la faute. Le droit financier assure, pour sa part, deux fonctions principales : la protection de l'investisseur et le bon fonctionnement du marché. Evidemment, le choix de politique juridique à effectuer doit, dans la mesure du possible, les satisfaire. Toutefois, deux difficultés sont notamment susceptibles de compliquer l'analyse. D'une part, ces fonctions peuvent, dans certains cas, être contradictoires ou difficilement conciliables. Ainsi, en droit financier, on sacrifiera parfois la protection de l'investisseur sur l'autel du bon fonctionnement du marché ; il n'y a qu'à évoquer la procédure de retrait obligatoire en droit des offres publiques. De même, en droit de la responsabilité civile, lorsque les dommages-intérêts ont essentiellement pour but d'infliger une peine privée, la fonction de dissuasion prévaut naturellement sur celle de réparation. D'autre part, ces fonctions peuvent au contraire s'entremêler : le bon fonctionnement du marché est assurément susceptible de participer de la protection des investisseurs, et la réparation des victimes de la dissuasion d'éventuels auteurs. Quelle priorité, dès lors, mettre en œuvre entre ces différentes fonctions ? Envisageons d'abord les fonctions du droit de la responsabilité civile (**Paragraphe 1**) pour les combiner ensuite avec celles du droit financier (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - Les fonctions du droit de la responsabilité civile

- 69 - **Précisions terminologiques sur les fonctions de la responsabilité civile.** Si la fonction réparatrice ne suscite pas de difficulté terminologique, les auteurs n'emploient pas toujours les

mêmes termes pour viser la fonction normative de la responsabilité civile : on parle indifféremment de fonction « *dissuasive* », « *normative* », « *punitive* », « *répressive* » ou « *préventive* ». Tentons brièvement de préciser les choses. Il nous semble que l'on peut dire que la responsabilité civile pour faute assure, outre sa fonction réparatrice, une double fonction : d'une part, une fonction « *punitive* » (ou « *répressive* » ou « *sanctionnatrice* »), dès lors que les dommages-intérêts qu'il doit verser constituent indirectement une « *sanction* », entendue au sens large, pour l'auteur du dommage ; et d'autre part et plus largement, une fonction « *dissuasive* » ou « *normative* », consistant, en grande partie par sa fonction punitive mais aussi du seul fait de la menace que la responsabilité civile constitue pour ceux qui seraient tentés de faire du tort, à dissuader les comportements anti-sociaux et à normaliser les comportements¹⁶². Toutefois, si la fonction dissuasive ou normative ne s'identifie ainsi pas à la fonction punitive, elle en découle très largement, de sorte qu'il nous apparaît justifié d'utiliser indifféremment les deux termes, comme le fait généralement la doctrine, sauf si la nécessité s'en fait sentir. Quant au terme de fonction « *préventive* », réservons-le, par commodité¹⁶³, à la nouvelle fonction qu'une partie de la doctrine, s'appuyant notamment sur le principe de précaution, a proposé d'attribuer à la responsabilité civile, dans le but de prévenir les risques à venir en l'absence de dommages encore réalisés¹⁶⁴. Cette fonction, tournée vers l'avenir et dont l'intérêt est évident, ne relève toutefois pas, à notre sens, de la responsabilité civile, faute notamment de préjudice, et devrait être plutôt envisagée dans le cadre d'une action autonome¹⁶⁵ ; elle sera donc exclue de notre thèse¹⁶⁶.

¹⁶² On pourrait encore distinguer la fonction « *dissuasive* » (dissuasion des comportements anti-sociaux) et la fonction « *normative* » (normalisation des comportements), mais ce serait raffiner à l'extrême et ne ferait que compliquer l'analyse, dès lors que ces deux fonctions sont en grande parties confondues – en dissuadant, on normalise.

¹⁶³ En effet, d'un pur point de vue terminologique, « *fonction dissuasive* » et « *fonction préventive* » pourraient être tenues pour synonymes.

¹⁶⁴ C. Thibierge, *Libres propos sur l'évolution de la responsabilité civile (vers un élargissement des fonctions de la responsabilité civile ?)*, RTD civ., 1999, p. 561 ; du même auteur, *Avenir de la responsabilité, responsabilité de l'avenir*, D., 2004, chron. 9, p. 577. V. également, en ce sens, M. Boutonnet, *Le principe de précaution en droit de la responsabilité civile*, préf. C. Thibierge, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 444, 2005 ; C. Sintez, *La fonction préventive en droit de la responsabilité civile. Contribution à la théorie de l'interprétation et de la mise en effet des normes*, préf. C. Thibierge et P. Noreau, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de thèses, vol. 110, 2011.

¹⁶⁵ Telle que la proposent ses partisans, cette action, uniquement destinée à prévenir des risques de dommages, ne serait pas soumise aux conditions classiques de la responsabilité civile (faute et préjudice notamment) mais à l'existence d'un risque grave et incertain affectant l'environnement ou la santé, et viserait à obtenir, non pas une réparation, mais des mesures préventives soumises au « *principe de prévention proportionnelle* », sorte de corollaire du principe de réparation intégrale. On le voit, cette action ne relève plus, de toute évidence, du droit de la responsabilité civile. V., en ce sens, M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 55 et s., spéc. n° 58 et 59 ; Ph. Brun, *op. cit.*, n° 16 peinant à envisager « *une responsabilité sans victime, sans préjudice et sans indemnisation* » ; D.

Ces précisions étant faites, il nous faut maintenant indiquer quelle doit être, à notre sens, la hiérarchie de ces fonctions au sein de la responsabilité civile, dans le cadre notamment du débat sur la « *peine privée* ». Il ne fait aucun doute, pour nous, que doit être maintenue la prééminence de la fonction réparatrice, la fonction punitive et dissuasive ne pouvant jouer qu'un rôle subsidiaire (A). Nous aborderons également la question, assez spécifique au droit des affaires, du « *private enforcement* », en ce qu'elle relève également en partie de ce débat (B).

A - La prééminence de la fonction réparatrice

- 70 - **Les fonctions du droit de la responsabilité civile : une fonction prioritaire de réparation et une fonction subsidiaire de dissuasion.** Si la majorité de la doctrine consacre la prééminence de la fonction réparatrice de la responsabilité civile, la question de sa fonction punitive – la peine dite « *privée* » en ce que son montant est attribué aux victimes – connaît un regain d'intérêt depuis une vingtaine d'années. Nous estimons, pour notre part, que la fonction de la responsabilité civile pour faute est prioritairement la réparation (1) et, seulement à titre subsidiaire, la dissuasion (2).

1 - Le caractère prioritaire de la réparation

- 71 - **Les arguments en faveur du caractère prioritaire de la réparation. Le principe cardinal de la réparation intégrale.** La prééminence de la réparation a, pour elle, l'histoire de l'institution. D'une part, la consécration de la responsabilité civile résulte de son affranchissement progressif de la responsabilité pénale, avec laquelle elle était originellement

Mazeaud, *Responsabilité civile et précaution*, in *La responsabilité civile à l'aube du XXI^e siècle : bilan prospectif*, RCA, juin 2001, n° hors-série, p. 72.

¹⁶⁶ Peuvent en revanche être rattachées à la fonction indemnitaire, prise au sens large, les fonctions proposées en doctrine de « *rétablissement* » de la situation antérieure (v. M.-É. Roujou de Boubée, *Essai sur la notion de réparation*, préf. P. Hébraud, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 135, 1974, p. 134 et s.), ou, plus strictement, de « *cessation de l'illicite* » (C. Bloch, *La cessation de l'illicite. Recherche sur une fonction méconnue de la responsabilité civile*, préf. R. Bout, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de thèses, vol. 71, 2008). En effet, comme l'écrit M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 47, « *les mesures de rétablissement et de cessation de l'illicite peuvent être envisagées au titre des modalités de la réparation en nature, en ce qu'elles tendent à supprimer la situation dommageable et à rétablir la situation antérieure au dommage. On ne peut efficacement réparer le dommage qu'en tarissant la source même de celui-ci* ». Force est de constater, toutefois, que ces fonctions ne devraient jouer qu'un rôle très limité au regard des faits générateurs qui nous occupent. En effet, lorsque les investisseurs engageront une action en responsabilité civile pour information publique défectueuse ou pour abus de marché, l'information aura généralement déjà été corrigée et la pratique frauduleuse aura cessé.

liée, entraînant du même coup la dissociation de l'objectif de réparation de celui de répression. D'autre part, comme on l'a vu, après la consécration par le Code civil de la responsabilité civile pour faute, l'époque contemporaine s'est illustrée par l'affirmation de responsabilités objectives afin d'assurer l'indemnisation des victimes.

Mais il y a un argument bien plus décisif. Le caractère prioritaire de la réparation résulte directement de la consécration par la jurisprudence du principe de la réparation intégrale comme principe cardinal gouvernant le droit commun de la responsabilité civile. Depuis 1954, la Cour de cassation énonce, en effet, avec constance que « *le propre de la responsabilité civile est de rétablir aussi exactement que possible l'équilibre détruit par le dommage et de replacer la victime, aux dépens du responsable, dans la situation où elle se serait trouvée si l'acte dommageable n'avait pas eu lieu* ». En clair la victime doit recevoir l'équivalent exact de son préjudice, ni plus ni moins, de manière à ce qu'elle se retrouve dans l'état qui aurait été le sien si elle ne l'avait pas subi. Tout le préjudice doit être réparé mais rien que le préjudice, sans qu'il en résulte ni perte ni profit. « *Il faut réparer le mal, faire en sorte qu'il semble n'avoir été qu'un rêve* » écrit le doyen Carbonnier¹⁶⁷. Le principe peut d'ailleurs être vu comme la traduction prétorienne des articles 1382 et 1383 du Code civil qui, bien que centrés sur la faute, ne soumettent le responsable qu'à la « *réparation* » du préjudice causé, à l'exclusion de toute autre « *sanction* ».

Certes, la doctrine a largement montré que ce principe était en bonne partie une fiction nécessaire, une sorte d'idéal, dans la mesure où le préjudice ne peut généralement être entièrement effacé, et ce d'autant que la réparation a généralement lieu par équivalent et non en nature. Mais elle ne l'a pas, pour autant, écarté : elle a simplement montré qu'il se déclinait en réalité davantage comme un principe d'« *équivalence* » entre la réparation et le préjudice¹⁶⁸, ce qu'atteste d'ailleurs l'utilisation de l'expression « *aussi exactement que possible* » et non celle d'« *exactement* » dans la formule prétorienne. Le principe demeure ainsi, pour beaucoup d'auteurs, la règle d'airain de la responsabilité civile, l'« *épine dorsale*

¹⁶⁷ J. Carbonnier, *Droit civil*, vol. 2, *Les biens, Les obligations*, PUF, coll. *Quadrige Manuels*, 2004, p. 2253.

¹⁶⁸ G. Viney et P. Jourdain, *Les effets de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 57 et s. ; G. Viney, *L'appréciation du préjudice*, LPA, 2005, n° 99, p. 89. D'autres auteurs parlent de « *principe d'équivalence quantitative* » (M.-E. Roujou de Boubée, *op. cit.*, p. 297), de « *principe d'adéquation de la réparation au préjudice* » (J. Carbonnier, *op. cit.*, p. 2397) ou encore de « *principe de réparation appropriée* » (Ph. Le Tourneau, *op. cit.*, n° 2523).

du droit à réparation »¹⁶⁹. Dans sa thèse relative au principe de la réparation intégrale en droit privé, Mme Christelle Coutant-Lapalus l'a d'ailleurs défendu ardemment, y voyant une expression de la justice corrective, telle qu'exposée par Aristote au sein de la philosophie grecque, et par conséquent un fondement de notre conception de la justice et de la responsabilité civile¹⁷⁰. En tout état de cause, le principe consacre, de manière particulièrement nette, le préjudice subi comme critère unique d'indemnisation¹⁷¹, et par là même, le caractère prioritaire de la fonction réparatrice.

2 - Le caractère subsidiaire de la dissuasion

72 - **Le caractère subsidiaire ou autonome de la fonction punitive ou dissuasive. La question de la peine privée.** La responsabilité civile pour faute a naturellement une fonction punitive subsidiaire, découlant de sa fonction première de réparation, dès lors que pour le responsable, les dommages-intérêts auxquels il se voit condamné constituent une sorte de sanction au titre de la faute qu'il a commise. Toutefois, un courant doctrinal, déjà ancien, a voulu aller plus loin et conférer à la responsabilité civile une fonction punitive, non plus subsidiaire, mais autonome en instaurant une « *peine privée* » ; l'idée n'est d'ailleurs pas étrangère à l'histoire de l'institution, qui a mis du temps à se démarquer véritablement de la responsabilité pénale. Elle connaît en outre, depuis quelques années, un renouveau sous la plume de divers auteurs qui, devant le constat de la pratique insidieuse par le juge de la peine privée sous couvert du principe de réparation intégrale, appellent de leurs vœux l'introduction en droit français des dommages-intérêts punitifs ou exemplaires, qui existent notamment dans les systèmes

¹⁶⁹ Y. Chartier, *La réparation du préjudice*, Dalloz, 1996, p. 34.

¹⁷⁰ V. notamment Ch. Coutant-Lapalus, *Le principe de réparation intégrale en droit privé*, préf. F. Pollaud-Dulian, Presses universitaires d'Aix-Marseille, coll. Institut de droit des affaires, 2002, n° 79 à 86.

¹⁷¹ M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 597, écrit ainsi : « *le principe de la réparation intégrale signifie simplement que le critère exclusif de la détermination de la créance de réparation réside dans l'étendue du dommage subi par la victime. Tout autre critère est inopérant. Il en va ainsi de considérations relatives au responsable lui-même, telles que la gravité de la faute commise, l'étendue des profits qu'il tire de l'activité illicite, ou simplement ses facultés contributives. La réparation est toujours intégrale, même lorsque le responsable n'est coupable que d'une faute légère ou lorsqu'il n'est tenu que sur un fondement objectif. Il en va de même de toute autre considération d'ordre général tenant notamment à des "impératifs budgétaires". La créance de réparation étant indemnitaire, son montant ne peut être déterminé que du seul point de vue de la victime. La Cour de cassation n'hésite pas d'ailleurs à censurer les juges du fond lorsqu'ils utilisent, pour évaluer le montant de la réparation, un critère autre que l'étendue des préjudices* ».

juridiques anglo-saxons¹⁷². La proposition a d'ailleurs été formulée par le rapport Catala¹⁷³ ainsi que par la proposition de loi Bêteille.

73 - Pour le maintien du caractère subsidiaire de la fonction punitive ou dissuasive. Les arguments contre la peine privée. L'idée de peine privée ne nous convainc pas. Nous estimons, pour notre part, que la fonction de la responsabilité civile est prioritairement la réparation et, seulement à titre subsidiaire, la dissuasion, par l'effet mécanique de la réparation. En d'autres termes, il nous paraît inopportun de conférer à la responsabilité civile une fonction punitive autonome, que ce soit, hypocritement, sous couvert d'une réparation artificielle – et donc en contradiction avec le principe de réparation intégrale –, ou bien, ouvertement, sous la forme dommages-intérêts punitifs - sans violation alors du principe de réparation intégrale, celui-ci n'ayant pas valeur constitutionnelle.

D'une part, d'un point de vue technique, comme l'écrit le doyen Carbonnier, la fonction dissuasive a perdu « *une bonne part de son mordant* » en raison du fort développement de l'assurance¹⁷⁴ ; cette première remarque ne vaut toutefois que pour la « *peine privée insidieuse* » pratiquée par les juges du fond sous couvert de leur pouvoir souverain d'appréciation, les dommages-intérêts punitifs étant par nature inassurables. D'autre part et surtout, d'un point de vue fondamental, il existe déjà une institution au sein de notre système juridique, le droit pénal - et plus largement le droit répressif -, auquel incombe légalement cette mission et qui, par conséquent, a été doté de toutes les garanties qui doivent encadrer le prononcé d'une sanction¹⁷⁵. Il en est ainsi notamment du principe cardinal du droit pénal de légalité des délits et des peines, en vertu duquel toute incrimination ou toute peine doit être

¹⁷² V., notamment, S. Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*, préf. G. Viney, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 250, 1995 ; G. Viney, *Introduction à la responsabilité*, op. cit., n° 75-1 ; G. Viney et P. Jourdain, *Les effets de la responsabilité*, op. cit., n° 4 et s. ; Ph. le Tourneau, op. cit., n° 45 et s., proposant de verser les dommages-intérêts supplémentaires à des fonds de garantie. Adde C. Grare, *Recherches sur la cohérence de la responsabilité délictuelle : l'influence des fondements de la responsabilité sur la réparation*, préf. Y. Lequette, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de thèses, vol. 45, 2005, n° 362 et s., proposant également de scinder la responsabilité civile en deux actions distinctes : l'une à fin de « *compensation* », ayant une fonction indemnitaire, et l'autre à fin d'« *expiation* », ayant une fonction uniquement normative et pouvant être mise en œuvre même en l'absence de dommage. Adde A. Jault, *La notion de peine privée*, préf. F. Chabas, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 442, 2005.

¹⁷³ Le rapport Catala a proposé l'instauration de dommages-intérêts punitifs, devant être versés à l'Etat (art. 1371).

¹⁷⁴ J. Carbonnier, op. cit., p. 2253. V., également, G. Viney, *Introduction à la responsabilité*, op. cit., n° 40 et n° 75-1 ; Ph. Brun, op. cit., n° 12.

¹⁷⁵ On le sait, le droit administratif répressif a été progressivement doté de ces garanties, sur le modèle du droit pénal. V., notamment, Th. Perroud, *La fonction contentieuse des autorités de régulation en France et au Royaume-Uni*, préf. G. Marcou et J.F. McEldowney, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de thèses, t. 127, 2013.

expressément prévue par un texte, et de son corollaire, le principe de non-rétroactivité de la loi pénale, sauf si elle est plus douce. Mme Suzanne Carval écrit ainsi : « *le principe de légalité des délits et des peines est une des garanties fondamentales que la Déclaration des droits de 1789 accorde aux justiciables : il empêche que l'individu soit livré à l'arbitraire du juge (celui-ci ne pouvant punir que si un texte l'y autorise expressément), tout comme il interdit qu'il subisse le caprice du législateur (la loi pénale plus sévère ne peut rétroagir)* »¹⁷⁶. Il s'agit, en effet, d'une liberté fondamentale, d'un impératif de justice absolu, que toute personne soit en mesure de connaître les faits susceptibles d'être punis au moment où elle les commet.

Or, un des arguments des partisans de la peine privée est justement que la responsabilité civile permet, par la souplesse de son fait générateur, d'assurer une fonction normative là où le droit pénal n'intervient pas. Mme Geneviève Viney estime ainsi que, pour que le droit pénal parvienne à remplacer complètement la responsabilité civile dans sa fonction normative en raison du développement de l'assurance, « *il faudrait que les incriminations pénales soient considérablement élargies car précisément ce qui caractérise la responsabilité civile et lui permet, à condition qu'elle ne soit pas intégralement assurée, de jouer un rôle dissuasif efficace, c'est la souplesse de la définition du "fait générateur". Or il ne paraît guère pensable et, en tout cas, certainement pas souhaitable, de créer en toutes matières des incriminations à contenu indéfiniment extensible, ce qui en fait reviendrait en fait à abolir le principe, si essentiel pour les libertés individuelles, de la "légalité des délits". C'est pourquoi nous estimons que la responsabilité civile ne devrait pas être totalement évincée de sa fonction normative et préventive et qu'il est souhaitable, dans cette perspective, d'officialiser et d'organiser la fonction de "peine privée" qui peut lui être reconnue dans des domaines nombreux et importants* »¹⁷⁷. Il est pour le moins curieux, d'un point de vue logique, de s'appuyer sur le respect du principe de légalité des délits afin de justifier la fonction de peine privée, qui constitue justement une dérogation à ce principe...Plutôt qu'un avantage ou une supériorité quelconque sur le droit pénal, nous y voyons, au contraire, une dérive, une atteinte à une liberté individuelle essentielle.

¹⁷⁶ S. Carval, *op. cit.*, n° 208.

¹⁷⁷ G. Viney, *Introduction à la responsabilité*, *op. cit.*, n° 75-1. Adde Ph. Brun, *op. cit.*, n° 13, invoquant « *la souplesse de la sanction civile qui n'est pas bornée comme la sanction pénale par le principe de légalité et qui apparaît ainsi plus à même d'influencer positivement les comportements* ».

Dans le même ordre d'idées, Mme Suzanne Carval soutient que si la peine privée n'échappe pas au principe de légalité, elle peut être soumise à un principe de légalité « *atténué* », comme il en va en matière administrative, « *consistant à donner au juge le pouvoir de sanctionner la violation d'obligations définies par des textes* »¹⁷⁸. Elle ajoute : « *le degré de précision de cette définition devrait, bien sûr, être suffisant pour assurer que le justiciable soit en mesure de s'y conformer, ce qui n'exclut pas, cependant, l'emploi de termes plus généraux que ceux auxquels le législateur doit avoir recours en droit pénal* »¹⁷⁹. On voit mal en quoi consiste précisément ce principe de légalité « *atténué* ». Soit, il est quasiment équivalent au principe de légalité proprement dit, et on comprend mal alors pourquoi il faudrait faire échapper ces comportements à l'orbite du droit pénal pour les soumettre au juge civil. Soit, il est véritablement atténué, et il constitue alors, selon nous, une atteinte regrettable à une liberté fondamentale, peu important, contrairement à ce que soutient Mme Suzanne Carval, que cette atteinte soit déjà fréquente en matière disciplinaire, administrative, voire même pénale¹⁸⁰... Au contraire, si cette atteinte est déjà fréquente en pratique, n'est-il pas encore plus dangereux que de vouloir l'institutionnaliser ? On ne peut créer une nouvelle sanction, fût-ce sous la forme de dommages-intérêts, qu'à condition de l'assortir des garanties inhérentes au droit répressif.

Enfin, d'un point de vue plus général, on observera avec M. Philippe Brun, que l'introduction de dommages-intérêts punitifs « *s'apparenterait à une révolution au sens copernicien du terme, puisqu'elle marquerait dans une certaine mesure le retour à la confusion originiaire de la réparation et de la répression que notre Droit a pourtant bannie* »¹⁸¹. L'on assiste en fait à un curieux « *mélange des genres* » entre responsabilité civile et droit répressif, dénoncé à juste titre par la doctrine¹⁸², et ce d'autant que le droit pénal opère, lui, le chemin inverse, se

¹⁷⁸ S. Carval, *op. cit.*, n° 208.

¹⁷⁹ *Ibid.*

¹⁸⁰ V. G. Viney et P. Jourdain, *Les effets de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 6-7, rejetant également l'argument selon lequel les dommages-intérêts punitifs ne présentent pas les garanties du droit pénal, au motif qu'« *il existe bien d'autres sanctions de nature administrative, disciplinaire ou civile, qui y sont exposées de la même manière* ». Leur défense laisse perplexe : le droit serait-il condamné à reproduire les mêmes erreurs ?

¹⁸¹ Ph. Brun, *op. cit.*, n° 14. V. également en ce sens, S. Piedelièvre, *Les dommages et intérêts punitifs : une solution d'avenir ?*, RCA, juin 2001, n° spécial, p. 61. Adde J. Carbonnier, *op. cit.*, p. 2402, estimant que doit être maintenu le principe de l'indépendance entre la faute et le dommage : « *il est bon que ce principe soit rappelé d'en haut pour combattre l'instinct de proportionnalité qui habite en nous et que l'expansion du droit pénal, portée par les médias, banalise* ».

¹⁸² V., notamment, C. Jauffret-Spinozi, *Les dommages et intérêts punitifs dans les systèmes de droit étrangers*, in *colloque Paris V, Faut-il moraliser le droit français du dommage ?*, dir. M. Behar-Touchais, LPA, 20 nov. 2002, n° spécial, p. 8 ; M. Behar-Touchais, *L'amende civile est-elle un substitut satisfaisant à l'absence de dommages*

mêlant de plus en plus de préoccupations indemnitaires¹⁸³. La seule concession qui pourrait être faite à cet égard concerne la faute lucrative, c'est-à-dire celle qui rapporte plus à son auteur qu'elle ne cause de dommage. Il est, en effet, particulièrement irritant et immoral de voir, notamment en cas d'atteinte à l'environnement ou aux droits de la personnalité (violation de la vie privée en droit de la presse), les auteurs de ces fautes en tirer profit¹⁸⁴. ... La restitution de ce profit illicite s'impose, mais il serait sans doute plus judicieux d'en faire bénéficier l'Etat, plutôt que la victime.

74 - **Synthèse. Application au regard de notre étude.** En conclusion, en matière de dissuasion, la responsabilité civile ne fait pas le poids face au droit répressif. Il en va ainsi particulièrement de la peine privée « *insidieuse* », qui, d'une part, est généralement inefficace, car couverte par l'assurance et généralement ciblée sur la personne morale et non les véritables auteurs de la faute¹⁸⁵, et d'autre part, dangereuse, car non soumise aux garanties du droit répressif. Mais il en va également ainsi, certes dans une moindre mesure, de la peine privée « *officielle* » - les dommages-intérêts punitifs -, dès lors qu'elle est relativement inutile, puisque la répression peut être assurée par le droit répressif¹⁸⁶, et qu'elle ne respecte pas plus les libertés fondamentales.

Encore faut-il, toutefois, que le droit répressif remplisse son office. Tel est le cas en matière financière, où, s'agissant des faits générateurs qui nous occupent, la répression est déjà

et intérêts punitifs ?, in colloque Paris V, *Faut-il moraliser le droit français du dommage ?*, préc., p. 36, adressant la même critique à l'amende civile.

¹⁸³ V. M. Dubois, *Responsabilité civile et responsabilité pénale, à la recherche d'une cohérence perdue*, th. Paris 2, dir. Y. Lequette, 2014, appelant de manière salutaire à la restauration de la cohérence entre ces deux ordres de responsabilité, de nature fondamentalement différente.

¹⁸⁴ V., notamment, G. Viney, *Introduction à la responsabilité*, op. cit., n° 41 ; Ph. Brun, op. cit., n° 13 ; Ph. le Tourneau, op. cit., n° 45 ; D. Fasquelle, *L'existence de fautes lucratives en droit français*, in *Faut-il moraliser le droit français de la réparation des dommages ?*, in colloque Paris V, *Faut-il moraliser le droit français du dommage ?*, préc., p. 27.

¹⁸⁵ V., ainsi, M. Fabre-Magnan, *Droit des obligations*, vol. 2, *Responsabilité civile et quasi-contrats*, PUF, coll. Thémis, 2013, 3^e éd., p. 55, observant que la fonction punitive est sans doute mieux assurée par le droit pénal, en raison notamment de la possibilité d'assurance du responsable au titre de la responsabilité civile et du fait que bien souvent les défendeurs sont des personnes morales qui auront tendance à ne pas punir les dirigeants véritablement responsables.

¹⁸⁶ V., ainsi, B. Fages, op. cit., n° 443, estimant que l'absence de dommages-intérêts punitifs en droit français « *n'est pas forcément une mauvaise chose si l'on considère que ce n'est pas à la responsabilité civile, qui a déjà fort à faire par ailleurs, qu'incombe le rôle de punir* ». Adde M. Nussembaum, synthèse, *La réparation du préjudice économique*, in *Les limites de la réparation du préjudice*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2009, p. 279, spéc. p. 292 : « *le système français de responsabilité permet à la victime de déclencher l'action publique et d'obtenir sur le plan civil une réparation équitable. Il n'est pas nécessaire que le juge civil dispose d'un arsenal de sanction similaire à celui dont dispose le juge pénal. Il faut laisser à l'action pénale le soin de poursuivre et de sanctionner ces pratiques délictueuses, l'action en réparation qui en découlera permettant à la victime d'être justement indemnisée* ».

doublément prise en charge par le droit pénal, où des délits boursiers spécifiques ont été créés, et par le droit administratif répressif, depuis que l'autorité administrative s'est vue confier, en 1989¹⁸⁷, un pouvoir de sanction¹⁸⁸. Aujourd'hui, la répression est essentiellement assurée par l'autorité administrative à travers la Commission des sanctions de l'AMF, qui est de fait devenue le « *juge de droit commun* » en la matière, et ce d'autant que son pouvoir de sanction a été considérablement accru par la loi de régulation bancaire et financière qui a porté jusqu'à cent millions d'euros le montant des sanctions pécuniaires¹⁸⁹. Il reste que, malgré la marginalisation du juge pénal, le maintien d'une répression pénale joue certainement encore un rôle dissuasif, de par la seule crainte de son caractère infamant et de la peine privative de liberté, dont elle est la seule à disposer. Le droit français est toutefois confronté, à cet égard, à un problème majeur dans la mesure où le cumul d'une répression pénale et administrative est manifestement contraire au principe *ne bis in idem*, et ce d'autant que la révision du dispositif européen Abus de marché rend obligatoire la pénalisation de ces comportements.

Cela rend, en tout état de cause, inenvisageable l'instauration de dommages-intérêts punitifs en matière financière, dès lors qu'en ajoutant une nouvelle sanction à l'arsenal répressif, elle ne ferait qu'accroître le problème déjà particulièrement aigu de la compatibilité avec le principe *ne bis in idem*. On ajoutera, enfin, qu'elle sera également inutile au regard du problème de la faute lucrative. En effet, celui-ci ne se posera guère au regard de notre étude, dès lors qu'en matière d'information publique défectueuse, le fautif sera un tiers à la transaction et n'en tirera guère profit, et qu'en matière de manipulation de cours et d'opération d'initié, il suffira à l'autorité répressive de tenir compte du profit éventuellement réalisé dans le montant de sa condamnation.

¹⁸⁷ Loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, JO 4 août 1989, p. 9822.

¹⁸⁸ V. N. Rontchevsky, *La responsabilité pénale*, Bull. Joly Bourse, mai 2007, n° 3, p. 335.

¹⁸⁹ Il semble d'ailleurs que la Commission des sanctions soit désormais plus encline à prononcer de lourdes sanctions pécuniaires. Dans son rapport annuel pour 2013, l'AMF relève ainsi qu'ont été prononcées, au cours de cette période, 39 sanctions pécuniaires allant jusqu'à 14 millions d'euros (v. AMF, Rapport annuel pour 2013, p. 131). En outre, elle réalise, désormais, une véritable « *personnalisation* » de la peine, à l'instar de celle pratiquée par le juge pénal (v., notamment, E. Allain, *Le rôle punitif de l'Autorité des marchés financiers – brève présentation*, in *Particularités du droit pénal des marchés financiers*, AJ pénal, févr. 2011). En 2013, l'autorité de marché en a pris acte et a émis un rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel afin d'« *assurer un équilibre entre, d'un côté, le caractère dissuasif des sanctions, de l'autre, leur proportionnalité et leur individualisation, tout en rendant plus lisibles les choix répressifs faits par la Commission des sanctions* » (AMF, rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel, groupe de travail présidé par Claude Noquet, présidente de la Commission des sanctions de l'AMF, publié le 3 octobre 2013, spéc. p. 6). On ne peut que saluer cet effort de rationalisation, de personnalisation et de transparence de la sanction.

Il en résulte en définitive que, s'agissant du droit de la responsabilité civile, c'est la fonction réparatrice qui doit prioritairement guider notre choix de politique juridique, et seulement de façon subsidiaire, la fonction dissuasive – il en sera ainsi, par exemple, dans l'hypothèse d'une faute commise par la société, du choix du responsable entre l'émetteur et les dirigeants, dès lors que l'indemnisation des investisseurs est bien assurée.

B - La question du « *private enforcement* »

75 - **La question du « *private enforcement* ».** Après avoir explicité la légitimité du débat originel entre « *private enforcement* » et « *public enforcement* » (1), nous porterons une appréciation plus critique sur la tendance contemporaine au développement, notamment en droit des affaires, du « *private enforcement* », en ce qu'il participe également de la remise en cause de la prééminence de la fonction réparatrice (2).

1 - Légitimité du débat originel entre *private* et *public enforcement*

76 - **Le débat général entre « *private enforcement* » et « *public enforcement* ».** Aux Etats-Unis, un important débat anime, depuis longtemps, l'analyse économique du droit entre *private enforcement* et *public enforcement*. Ce débat s'inscrit, en fait, dans le cadre plus large de celui relatif à la nécessité de mettre en place une réglementation dans tel ou tel domaine ; ce n'est que parmi les partisans de la réglementation que l'on distingue alors les notions de *private enforcement* ou de *public enforcement*, selon la forme et l'intensité que l'on veut donner à l'intervention étatique. En clair, l'on se demande, en effet, si la mise en œuvre de ladite réglementation (« *enforcement* ») est suffisamment assurée par les personnes privées, essentiellement au moyen d'actions en responsabilité civile (« *private enforcement* »), ou bien si elle doit être également complétée par l'intervention d'autorités publiques, à travers essentiellement le pouvoir de surveillance, d'investigation et de sanction confié à des autorités administratives et/ou au juge répressif (« *public enforcement* »).

77 - **Mise en rapport avec les fonctions de la responsabilité civile.** De prime abord, le débat n'est pas aisément accessible au juriste français, dès lors que la notion d'« *enforcement* », que

l'on peut approximativement traduire par « *mise en œuvre* », « *application* » ou « *respect* » du droit, lui est relativement inconnue. On saisit toutefois bien les termes du débat et l'on perçoit que, s'il s'inscrit dans une perspective différente¹⁹⁰, il n'est pas sans rapport avec les fonctions, et notamment la fonction punitive ou dissuasive, de la responsabilité civile. En effet, en simplifiant, il consiste à se demander si la sanction, et par là la dissuasion, est suffisamment assurée par la responsabilité civile ou bien si elle nécessite également l'intervention du droit répressif. Il s'agit donc d'un questionnement de nature essentiellement répressive, appréhendant l'indemnisation au regard de son effet normatif bien plus que réparateur.

Cette approche initiale ne suscite donc aucune critique de notre part : il est légitime de se demander si la dissuasion, opérée subsidiairement par la responsabilité civile dont ce n'est pas la fonction première, doit être complétée par le droit répressif. La question devrait d'ailleurs intéresser plus les pénalistes que les civilistes. Le problème est que la perspective a aujourd'hui été en partie renversée, notamment en Europe.

2 - **Appréciation critique sur la tendance contemporaine au *private enforcement***

- 78 - **Regard critique sur la tendance contemporaine au recours au *private enforcement* à des fins dissuasives. L'exemple du droit de la concurrence.** La tendance est en effet désormais, en particulier en droit des affaires, à se demander si le *private enforcement* ne devrait pas être appelé au secours du *public enforcement*, c'est-à-dire si la responsabilité civile ne devrait pas compléter, par son effet normatif, le droit répressif. Les autorités européennes se sont, ainsi, résolument engagées dans cette voie depuis une dizaine d'années en droit de la concurrence, ce qui s'est concrétisé par l'adoption d'une directive sur l'indemnisation des pratiques

¹⁹⁰ Y compris en droit américain : si les manuels de responsabilité civile (*torts*) affirment généralement, comme ceux de droit français, que la responsabilité civile a une double fonction d'indemnisation (*compensation*) et de dissuasion (*deterrence*), ils se gardent bien d'indiquer que cette dernière fonction s'identifie à la notion de *private enforcement* issue de l'analyse économique du droit. Par exemple, le manuel de référence *Prosser and Keeton On The Law of Torts*, par W. Page Keeton, D.B. Dobbs, R.E. Keeton et D.G. Owen, *West, Hornbook Series*, 2004, 5^e éd., ne fait aucune référence à la notion de *private enforcement* lors de l'examen de la fonction prophylactique de la responsabilité civile et ne mentionne même pas le terme de « *private enforcement* » dans son index.

anticoncurrentielles en 2014¹⁹¹, dans laquelle elles affirment expressément leur volonté de compléter la « *mise en œuvre des règles par la sphère publique* » (*public enforcement*) par la « *mise en œuvre du droit sur l'initiative de la sphère privée* » (*private enforcement*).

A notre sens, ce renversement de perspective est particulièrement dangereux lorsqu'il contribue à distendre exagérément les conditions de la responsabilité civile. En effet, il signifie concrètement que l'on peut être amené à en faciliter la mise en œuvre, et notamment à présumer l'existence de préjudices pourtant bien incertains, non pas pour des motifs d'indemnisation mais de répression. On peut se demander à cet égard si, en droit de la concurrence, la récente directive européenne de 2014 ne va pas trop loin, dans la mesure où elle a largement assoupli les conditions de la responsabilité civile en posant notamment une présomption réfragable de préjudice en cas d'entente¹⁹². Il y a là une instrumentalisation, assez dérangeante, de l'institution à des fins essentiellement répressives. Certes, elle est moins flagrante et donc moins condamnable que les dommages-intérêts punitifs¹⁹³, qui instaurent une véritable fonction punitive autonome, dès lors qu'elle n'est sans doute pas dénuée de toute préoccupation réparatrice¹⁹⁴. Reste qu'il faut, tout de même, prendre garde à ne pas aller trop loin dans cette voie. C'est, en effet, au droit répressif lui-même de remplir cet office,

¹⁹¹ V. Directive 2014/104/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 relative à certaines règles régissant les actions en dommages et intérêts en droit interne pour les infractions aux dispositions du droit de la concurrence des Etats membres et de l'Union européenne, JOUE du 5 décembre 2014, L 349/1. Sur la proposition de directive, v. notamment S. Carval, *La réparation du dommage concurrentiel dans le droit français de la responsabilité : le point de vue d'un civiliste*, Concurrences, 2014, n° 2, p. 52 ; M. Chagny, *La proposition de directive relative aux actions en dommages-intérêts pour pratiques anticoncurrentielles : changements en vue en droit français de la concurrence, ...de la procédure et de la responsabilité civile ?*, D., 2013, p. 2532 ; L. Idot, *Un pas en avant significatif pour renforcer l'effectivité des actions privées en droit des pratiques anticoncurrentielles*, RDC, 2013, p. 1381 ; P. Cardonnel, *Actions en dommages-intérêts, infractions, recours collectifs, propositions de la Commission*, Concurrences, 2013, n° 3, p. 139. La Commission européenne avait, auparavant, mis au point un Livre vert sur les actions en dommages et intérêts pour infraction aux règles communautaires sur les ententes et abus de position dominante, 19 déc. 2005, COM(2005) 672 final, puis un Livre blanc sur les actions en dommages et intérêts pour infraction aux règles communautaires sur les ententes et abus de position dominante, 2 avr. 2008, COM(2008) 165 final. La Cour de justice avait également ouvert la voie par différents arrêts affirmant le droit à une indemnisation effective des victimes de pratiques anticoncurrentielles.

¹⁹² V., notamment, art. 17 parag. 2 : « *il est présumé que les infractions commises dans le cadre d'une entente causent un préjudice. L'auteur de l'infraction a le droit de renverser cette présomption* ».

¹⁹³ L'on notera toutefois qu'en droit de la concurrence, une partie de la doctrine est favorable à l'instauration de dommages-intérêts punitifs. V., ainsi, M. Chagny, *La notion de dommages-intérêts punitifs et ses répercussions sur le droit de la concurrence*, JCP G, 2006, I, 149 ; du même auteur, *La place des dommages et intérêts dans le contentieux des pratiques anti-concurrentielles*, Rev. Lamy Droit de la concurrence, août-oct. 2005, n° 4, p. 186, spéc. p. 189.

¹⁹⁴ En effet, si dans la conception traditionnelle où le *public enforcement* vient compléter le *private enforcement*, ce dernier n'est, par définition, envisagé que dans sa composante répressive (subsidaire), dès lors que *public enforcement* n'assure aucune fonction d'indemnisation ; il peut en aller autrement dans la perspective inverse, dans la mesure où l'on peut considérer que le *private enforcement* est alors envisagé dans ses deux aspects : non seulement il vient compléter le *public enforcement* par sa fonction normative subsidiaire, mais il assure également une fonction réparatrice bienvenue.

quitte à se voir renforcé, et non à la responsabilité civile. Ainsi, pour reprendre l'exemple du droit de la concurrence, le pouvoir de sanction administrative, partagé entre l'Autorité de la Concurrence et la Commission européenne, se traduit déjà par le prononcé de sanctions pécuniaires relativement lourdes.

D'un point de vue théorique, ce renversement de perspective nous paraît gênant, certes de manière moindre, même lorsque l'existence du préjudice est avérée, dans la mesure où il s'inscrit dans un flou terminologique et donc conceptuel. Nous avouons, en effet, être mal à l'aise vis-à-vis de l'utilisation de ces notions de « *private enforcement* » et de « *public enforcement* » dans des normes juridiques européennes ou françaises. D'une part, l'on comprend mal pourquoi faire référence à des concepts anglo-saxons, qui plus est issus de l'analyse économique du droit et donc mal compris des juristes européens, alors que l'on dispose de concepts relativement équivalents et plus clairs : pourquoi ne pas parler de responsabilité civile (voire plus largement de sanctions civiles) au lieu de « *private enforcement* », et de droit répressif au lieu de « *public enforcement* » ? On l'a dit, le terme d'« *enforcement* » ne nous est pas familier, pourquoi dès lors s'obstiner à l'utiliser ? D'autre part, nous y voyons une manière insidieuse de changer de philosophie en matière de responsabilité civile, et ce même lorsque l'indemnisation est justifiée par l'existence d'un préjudice ; en effet, ce n'est plus la réparation des victimes en tant que telle qui prime, c'est le respect du droit qu'elle permet. Il y a comme une inversion de paradigme, qui passe inaperçue sous couvert d'une analyse économique. Ici encore, la réparation n'est plus première, elle est instrumentalisée au service d'autres fins... On aurait ainsi largement préféré, pour finir avec l'exemple du droit de la concurrence, une directive européenne qui, classiquement, pose comme objectif premier la réparation des victimes, tout en précisant qu'elle pourrait utilement constituer par ailleurs une sanction complémentaire à celles prononcées par les autorités nationales de concurrence et la Commission européenne. Succomberait-on, dans les domaines où l'« *idéologie de la réparation* » n'a pas encore eu l'occasion de sévir, à la mode du « *private enforcement* » ?

Nous devons, par conséquent, prendre garde à ne pas tomber dans ces travers en droit financier, d'autant qu'il présente une parenté évidente avec le droit de la concurrence. En effet, ils sont tous deux des droits économiques, marqués par de fortes considérations d'ordre public, qui ont pour objet des marchés, quoique distincts, et connaissent une régulation par

une autorité administrative disposant d'un pouvoir de sanction ainsi qu'une difficulté à mettre en œuvre une responsabilité civile effective.

Paragraphe 2 - La combinaison avec les fonctions du droit financier

79 - Considérations liminaires. La nécessité de prendre en compte les fonctions du droit financier au regard de l'insuffisance des études issues de l'analyse économique du droit.

Aux Etats-Unis, un certain nombre d'études s'est attaché à déterminer la primauté du *private enforcement* et du *public enforcement* en droit financier, ce qui n'est guère étonnant étant donné l'importance qu'y revêtent aussi bien le contentieux privé que l'intervention des autorités publiques¹⁹⁵. Elles nous paraissent, toutefois, d'un apport relativement faible au regard de notre étude, et ce pour deux raisons. Premièrement, l'on remarque que le débat prend une tournure un peu différente en droit financier, dans la mesure où les auteurs déplacent en fait le critère de l'analyse : il ne s'agit plus directement de celui du respect du droit (« *enforcement* »), soit en simplifiant la fonction normative, mais, plus précisément, celui de la prospérité ou du développement des marchés financiers. Cela n'est pas problématique en soi, dès lors que ce critère est loin d'être dépourvu de pertinence. Mais il est clair qu'il ne peut suffire à lui seul à trancher le problème de politique juridique qui nous occupe, dès lors que notre choix ne peut être opéré uniquement en fonction du niveau de développement des marchés financiers : il doit également prendre en compte le bon fonctionnement des marchés financiers, ce qui est autre chose que leur développement, et surtout la protection des investisseurs. En clair, on ne peut pas se passer d'une analyse fonctionnelle du droit financier.

Deuxièmement, le critère du développement des marchés financiers est non seulement insuffisant mais il est également inopérant, dans la mesure où les deux grandes études

¹⁹⁵ V. ainsi J.C. Coffee, Jr., *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, 156 *U. Pa. L. Rev.* 229 (2007), qui montre que les Etats-Unis sont le seul Etat qui se signale à la fois par un fort *public enforcement*, qu'il compare notamment à celui opéré par l'autorité de régulation du Royaume-Uni, et un fort *private enforcement*, et qui lie cette caractéristique à la présence d'un nombre important d'investisseurs de détail sur le marché américain. V. également H.E. Jackson, *Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications*, 24 *Yale J. on Reg.* 253, 279-281 (2007), estimant, sur la période allant de 2002 à 2004, qu'en moyenne les sanctions financières administratives atteignent environ 5,3 milliards de dollars par an et les transactions effectuées dans le cadre d'actions collectives 3,5 milliards de dollars par an. Ces deux auteurs relèvent que les Etats-Unis présentent à la fois un *public enforcement* généralement plus élevé que dans les autres Etats, et un *private enforcement* important, alors que celui-ci est quasiment inexistant dans les autres pays.

comparatives réalisées en la matière aux Etats-Unis dans les années 2000 aboutissent de fait à des résultats contradictoires : l'une à la prédominance du *private enforcement* ; l'autre, au contraire, à celle du *public enforcement*. La première est celle qui a été menée par MM. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes et Andrei Shleifer et publiée en 2006 dans un article de référence intitulé « *What Works in Securities Laws?* »¹⁹⁶. Ils en arrivent au constat assez surprenant que les marchés financiers les plus développés sont ceux d'Etats dont la législation facilite le plus l'indemnisation des investisseurs, alors que l'existence d'une autorité de régulation indépendante et de sanctions pénales n'exercent aucun impact significatif en la matière¹⁹⁷. Toutefois, dans une seconde étude majeure publiée en 2009 dans un article de référence intitulé « *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence* », MM. Howell Jackson et Mark Roe prennent le contrepied en démontrant, au contraire, que le développement des marchés financiers est bien davantage lié au *public enforcement* qu'au *private enforcement*¹⁹⁸.

Il en résulte en définitive, d'une part, la nécessité d'une analyse au regard des fonctions du droit financier, et d'autre part, l'impossibilité de prendre en compte le critère de développement des marchés financiers, faute de consensus sur ce point en analyse économique du droit.

80 - **La combinaison avec les fonctions du droit financier.** La priorité des fonctions de la responsabilité civile ayant déjà été largement précisée, se pose en fait désormais la question

¹⁹⁶ V. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer, *What Works in Securities Laws?*, 61 *J. Fin.* 1 (2006). Ces auteurs ont mené une analyse comparative approfondie dans quarante-neuf Etats sur la corrélation entre le développement des marchés financiers et le niveau de *public enforcement* et de *private enforcement*. S'agissant du *public enforcement*, ils ont notamment développé un indice fondé sur des critères formels tels que l'indépendance, et les pouvoirs d'investigation, d'indemnisation et de sanction dont disposent les différentes autorités publiques. V. également dans le même sens, S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 *Journal of Financial Economics* 430 (2008). Adde G.A. Ferrarini & P. Giudici, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, in J. Armour & J.A. McCahery (Eds.), *After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Hart, 2006, spéc. p. 157.

¹⁹⁷ Dans une autre étude menée également en 2006, la Banque Mondiale est parvenue à des conclusions similaires (v. *World Bank, Financial Sector Operations and Policy, Institutional Foundations for Financial Markets*, 2006, spéc. p. 6).

¹⁹⁸ H.E. Jackson & M.J. Roe, *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence*, *Harvard University Law School, Public Law & Legal Theory Research Paper Series, Paper No. 0-28*, John M. Olin Center for Law and Business, *Law & Economics Research Paper Series, Paper No. 638*, 2009, disponible sur SSRN. Ces auteurs, estimant que l'étude précédente n'avait utilisé que des critères formels au titre du *public enforcement*, ont cherché au contraire à en évaluer l'efficacité en se fondant sur des critères permettant aux autorités d'exercer de manière effective leurs pouvoirs (ressources budgétaires et humaines). Ils constatent alors une forte corrélation entre le développement des marchés financiers et le niveau de ressources accordées aux autorités publiques, mais pas avec la mise en œuvre de la responsabilité civile.

de leur combinaison avec les fonctions du droit financier. L'analyse devient en fait assez complexe. L'on conclura, dans un premier temps, à l'impossibilité d'établir une hiérarchie entre ces différentes fonctions (A). L'on constatera toutefois, dans un second temps, l'émergence d'une nouvelle fonction de la responsabilité civile sur les marchés financiers, consistant dans la responsabilisation des investisseurs (B).

A - L'impossibilité d'une hiérarchisation fonctionnelle

- 81 - **L'impossibilité d'une hiérarchisation fonctionnelle.** L'impossibilité d'établir une hiérarchie entre les fonctions se marque d'abord au sein même du droit financier (1), et au-delà, dans l'articulation avec les fonctions de la responsabilité civile (2).

1 - L'impossibilité d'une hiérarchisation entre les fonctions du droit financier

- 82 - **La double fonction du droit financier : protection des investisseurs et bon fonctionnement du marché.** Le droit financier a deux fonctions principales : le bon fonctionnement du marché et la protection des investisseurs. Cette double finalité ressort d'abord clairement du droit français. Il n'est ainsi qu'à citer la mission traditionnellement confiée à l'autorité de régulation, consistant à « *veiller* » tant à la protection de l'épargne et à l'information des investisseurs qu'au bon fonctionnement des marchés financiers¹⁹⁹. Certes, c'est la protection de « *l'épargne* », et non celle des épargnants, qui est expressément visée, mais il faut bien reconnaître qu'en protégeant l'épargne, on protège du même coup ceux qui la détiennent - les épargnants. En outre, il est en revanche expressément fait référence à « *l'information des investisseurs* », mission qui justifia d'ailleurs en 1967 la création de la Commission des opérations de bourse (COB) afin d'inciter le grand public à investir dans les valeurs mobilières. Cette double finalité est ensuite constamment mise en exergue par le droit dérivé européen, généralement dans les premiers considérants des directives et règlements,

¹⁹⁹ V. C. mon. fin., art. L. 621-1 al. 1^{er} : « *L'Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale, veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et les actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé et dans tous autres placements offerts au public. Elle veille également à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers et d'actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1. Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européen et international* ».

même s'il est vrai qu'à l'échelle européenne, elle peut n'apparaître qu'au second plan, après l'objectif prioritaire, de nature économique, de création d'un marché financier intégré.

- 83 - **L'absence de hiérarchie entre les fonctions du droit financier.** S'il est assez aisé de marquer une hiérarchie des fonctions assurées par la responsabilité civile, tel n'est pas le cas en droit financier. Il est vrai, comme le font observer MM. Alain Couret et Hervé Le Nabasque, que la spécificité du droit financier se signale plus particulièrement par la considération accordée à « *l'intérêt du marché* », en ce que « *de manière explicite ou souvent implicite, le droit financier connaît des règles parfaitement dérogatoires au droit commun et qui ne trouvent guère de justification que dans l'idée d'intérêt du marché* »²⁰⁰ (par exemple, procédure de retrait obligatoire, régime dérogatoire des procédures collectives appliquées aux professionnels du marché, ou encore validité des marchés à terme au regard de l'exception de jeu depuis la loi de 1885). En outre, si l'on retrouve également la finalité de protection du marché en droit de la concurrence, c'est à travers des mécanismes (prohibition des ententes, des abus de position dominante notamment) destinés à préserver justement la concurrence et qui s'avèrent par conséquent bien éloignés de ceux mis en place en droit financier où l'on recherche essentiellement à assurer le bon fonctionnement du marché et notamment sa liquidité.

Il n'en reste pas moins, comme le notent M. Thierry Bonneau et Mme France Drummond, que le droit financier français se caractérise également par la très forte protection qu'il accorde aux investisseurs : « *placer la protection de l'investisseur au cœur du droit des marchés financiers est l'un des caractères essentiels du droit français et, sans doute, l'un de ses caractères distinctifs* »²⁰¹, ce qui justifie notamment la création au sein de l'AMF d'une direction des relations avec les épargnants et d'un pôle commun à l'AMF et à l'ACP en charge du contrôle de la commercialisation des produits financiers et le recours à des techniques de protection propres au droit de la consommation (par exemple, les facultés de rétractation dans le cadre du démarchage bancaire et financier et de la commercialisation à distance de services financiers, et l'instauration d'associations d'investisseurs).

²⁰⁰ A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 8.

²⁰¹ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 457. *Adde La protection de l'épargnant sur les marchés financiers*, colloque Association Droit et démocratie, LPA, n° 152, 31 juill. 2003.

En outre, si les fonctions de bon fonctionnement du marché et de protection des investisseurs peuvent parfois s'opposer (comme en matière de retrait obligatoire, où l'on fait prévaloir la première sur la seconde), elles sont le plus souvent mêlées, l'une participant de l'autre. En effet, comme l'écrivent M. Thierry Bonneau et Mme France Drummond, les principes directeurs communs auxquels sont soumis les marchés financiers - la sécurité, la transparence, l'intégrité, l'égalité et l'équité - sont dictés par « *la même finalité – la protection des investisseurs et du système financier – ce qui explique leur enchevêtrement* »²⁰². Aussi nous garderons-nous bien d'établir la prévalence d'un objectif sur un autre qui serait valable en toutes circonstances, comme nous l'avons fait en droit de la responsabilité civile. Celle-ci ne pourra être décidée qu'au cas par cas.

2 - L'impossibilité d'une hiérarchisation entre les fonctions de la responsabilité civile et du droit financier

84 - **L'impossibilité de hiérarchisation entre les fonctions de la responsabilité civile et du droit financier.** Ce qu'il s'agit, plus précisément, de combiner c'est la fonction de réparation de la responsabilité civile et les fonctions de bon fonctionnement du marché et de protection des investisseurs. En effet, la fonction normative de la responsabilité n'ayant, selon notre conception, qu'une fonction subsidiaire découlant de la fonction réparatrice, il est par définition exclu qu'elle détermine le choix de politique juridique à effectuer ; elle ne peut servir que d'appoint ici ou là dès lors qu'elle ne s'oppose ni à la fonction réparatrice de la responsabilité civile ni à la double fonction du droit financier.

En principe, c'est la fonction réparatrice de la responsabilité civile qui devrait s'imposer aux fonctions du droit financier. En effet, notre droit étant dominé par un principe général de responsabilité pour faute, qui plus est à valeur constitutionnelle, il n'est *a priori* pas envisageable que la fonction de bon fonctionnement du marché, voire celle de protection des investisseurs, s'y oppose : dès lors qu'un préjudice est constaté, il devrait normalement recevoir réparation, peu important que le droit financier n'y trouve pas son compte. Il faut bien voir toutefois que la question de politique juridique à laquelle souhaite répondre cette thèse ne se pose pas en ces termes. On l'a dit, le particularisme du marché boursier constitue

²⁰² Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 27.

un obstacle majeur à l'application naturelle de la responsabilité civile, de sorte que l'on se demande si un aménagement de celle-ci, par le législateur ou la jurisprudence, y est souhaitable. L'on n'est, dès lors, plus tenu dans ce choix de politique juridique par la primauté de la fonction réparatrice.

En clair, si notre choix de politique juridique devra, dans la mesure du possible, assurer les trois fonctions de réparation, de protection des investisseurs et de bon fonctionnement du marché, il se peut que l'une d'entre elles prévale sur les autres, notamment en raison de la nécessité d'appréhender la situation de manière collective et non strictement individuelle²⁰³. Le principe à valeur constitutionnelle de responsabilité pour faute ne s'imposera que dans les cas où la preuve est bien apportée de l'existence d'un préjudice en lien de causalité avec une faute. En outre, l'impératif de protection des investisseurs fait émerger une nouvelle fonction de la responsabilité civile sur les marchés financiers.

B - L'émergence d'une nouvelle fonction de la responsabilité civile

85 - **Emergence d'une nouvelle fonction de la responsabilité civile : la responsabilisation des investisseurs.** L'on pourrait penser, au premier abord, que l'objectif de réparation s'intègre naturellement au sein de celui, plus général, de protection des investisseurs. L'analyse est, en fait, bien plus complexe. D'une part, il faudra tenir compte de la dimension collective, et non strictement individuelle, de la situation, comme nous venons de l'évoquer. D'autre part, le caractère particulièrement et intrinsèquement risqué des marchés financiers induit ici une conséquence particulière.

Il se déduit en effet, de cette caractéristique fondamentale, la nécessité de « *responsabiliser* » les investisseurs vis-à-vis de ces risques. Et ce d'autant plus que l'activité d'investissement n'a rien d'obligatoire ; si un individu ne peut guère se passer du marché des biens et des services dans son ensemble, et notamment des services médicaux qui lui font courir l'aléa thérapeutique, il lui est parfaitement loisible de placer son épargne ailleurs que sur les marchés financiers. De la rencontre entre la responsabilité civile et le droit financier, émerge ainsi une nouvelle fonction de la responsabilité civile sur les marchés financiers, qui consiste

²⁰³ Cf. *infra*.

à responsabiliser les investisseurs, ou, au moins à ne pas les déresponsabiliser, face aux risques que présentent lesdits marchés. Cette fonction de « *responsabilisation* » se rattache en premier lieu à l'impératif de protection des investisseurs, mais n'est pas dépourvue de lien également avec celui de bon fonctionnement des marchés. Quoiqu'en partie contraire à l'objectif de développer la confiance des investisseurs, affiché comme un véritable dogme, cette fonction de responsabilisation nous paraît essentielle et pourra ainsi, dans le choix de politique juridique que nous avons à effectuer, s'opposer à et parfois prévaloir sur celle de réparation des préjudices, dans le respect bien sûr des exigences constitutionnelles.

86 - Remarques sur le caractère « libéral » de cette fonction de responsabilisation. Terminons par deux remarques tenant au caractère, que l'on peut qualifier de « *libéral* », de cette fonction de responsabilisation.

Premièrement, elle ne s'est pas imposée à nous en raison d'un préjugé libéral sur l'ensemble de l'organisation de la société, mais en raison de l'importance des risques encourus sur les marchés financiers. Précisons, à cet égard, que le débat américain sur le « *paternalisme* », c'est-à-dire sur le degré d'intervention des pouvoirs publics dans la décision individuelle et la liberté de choix des agents économiques, ne nous a que faiblement inspiré en tant que tel. En effet, né en droit financier à partir des apports, pourtant particulièrement intéressants, de la finance comportementale, en rupture avec la théorie néo-classique, sur la faible rationalité, la limitation cognitive et les biais décisionnels des investisseurs²⁰⁴, il aboutit de fait à des positions particulièrement tranchées, voire irréconciliables, des différents auteurs, qui apparaissent parfois plus idéologiques que scientifiques. Or, il nous semble qu'il faut se garder de tout esprit systématique et de tout préjugé idéologique en la matière. L'idée de liberté a certes une force intrinsèque indéniable²⁰⁵, mais elle ne nous paraît pas suffisante pour

²⁰⁴ Pour plus de détails sur l'analyse comportementale du droit, v. notamment B. Deffains et S. Ferey, *Agir et juger : comment les économistes pensent le droit*, éd. Panthéon-Assas, 2010, p. 89, à propos de l'oeuvre de M. Cass Sunstein, auteur emblématique de ce mouvement.

²⁰⁵ En philosophie, l'idée de liberté de choix comme valeur essentielle a notamment été défendue avec une grande force au 19^e siècle par John Stuart Mill dans son célèbre essai, « *On Liberty* », de 1859 (v., en français, J.S. Mill, *De la liberté*, trad. L. Lenglet (à partir trad. D. White), préf. P. Bouretz, Folio essais, Gallimard, 1990). Mill considère non seulement qu'un individu ne peut se réaliser pleinement que s'il dispose de la liberté de déterminer ses valeurs et ses buts et de prendre lui-même les décisions importantes pour sa propre vie, dans la limite du respect des droits d'autrui (« *harm principle* »), mais encore que la liberté a une valeur en soi, indépendante de ce qu'un individu en fait. Il n'envisage ainsi pas d'autre interférence à la liberté d'action que l'information de l'individu. Ces idées ont par ailleurs été largement reprises au 20^e siècle par d'autres économistes libéraux dits « *libertariens* », tel Friedrich Hayek qui considère que la liberté de choix s'impose parce qu'elle est le corollaire de la responsabilité de l'individu qui va devoir supporter les conséquences de ses propres actions (v. notamment F.A. Hayek, *The Constitution of Liberty*, University of Chicago Press, 1960).

refuser *a priori* toute intervention paternaliste, ce qui serait d'ailleurs assez irréaliste dans un monde où l'action d'un individu est désormais rarement sans conséquences pour les autres, ne serait-ce que par l'existence de mécanismes de solidarité collective. En outre, si ce débat n'est pas inconnu du juriste français – il n'est qu'à citer celui relatif au solidarisme en droit français –, il revêt toutefois un certain parfum d'exotisme, lorsqu'il va jusqu'à préconiser l'absence de toute intervention des pouvoirs publics en droit financier au profit de la contractualisation de l'ensemble de cette branche du droit.

Reconnaissons toutefois que certains travaux empiriques émanant des auteurs qu'il est convenu d'appeler les « *anti-paternalistes* » et qui s'inscrivent dans la tradition « *millienne* », ont trouvé une résonance particulière au regard de notre travail. Pour MM. Jonathan Klick et Gregory Mitchell²⁰⁶ notamment, le paternalisme est susceptible à long terme d'inhiber le développement de la capacité décisionnelle, et donc d'exacerber les tendances irrationnelles en créant des aléas moraux - les individus supportant moins les conséquences de leurs actes -, et cognitifs - les individus étant moins incités à chercher des informations, à investir dans l'éducation, et à apprendre de leurs erreurs passées (« *self-correction* »). Ils ajoutent que l'un des apports majeurs de la psychologie comportementale est d'avoir mis en évidence l'amélioration du processus décisionnel au cours du temps par l'apprentissage (« *“learning by doing” process* »). En d'autres termes, les individus n'ont plus guère besoin de réfléchir lorsqu'ils sont poussés à adopter ce que l'on pense le mieux pour eux et ne supportent pas les conséquences de leurs actes ; ils perdent ainsi une occasion d'apprendre de l'observation de leurs erreurs, d'améliorer leur processus décisionnel et de découvrir ce qu'ils veulent vraiment. Pour MM. Joshua Wright et Douglas Ginsburg, le défaut majeur du paternalisme libertarien est précisément d'ignorer la valeur intrinsèque et l'apport au bien-être de l'individu de la liberté de choix et donc, possiblement, de se tromper (« *free to err* »)²⁰⁷. Si nous les transposons hors de leur terreau d'origine relatif à l'adoption d'une réglementation « *paternaliste* », ces observations, issues de l'analyse comportementale, nous confortent dans

²⁰⁶ J. Klick & G. Mitchell, *Government Regulation of Irrationality: Moral and Cognitive Hazards*, 90 *Minn. L. Rev.* 1620, 1622-26 (2006) ; G. Mitchell, *Libertarian Paternalism Is an Oxymoron*, 99 *Nw. U. L. Rev.* 1245, 1248 (2005). Adde D.L. Shapiro, *Courts, Legislatures, and Paternalism*, 74 *Va. L. Rev.* 519, 546 (1988) : « *the very ability to choose – which necessarily implies the ability to make poor choices by some objective standard – is critical to the growth of our diverse intellectual, emotional, and volitional capacities* » ; C.A. Hill, *Anti-Anti-Paternalism*, 2 *N.Y.U. J.L. & Liberty* 444, 445 (2007).

²⁰⁷ J. Wright & D. Ginsburg, *Free to Err?: Behavioral Law and Economics and its Implications for Liberty*, 16 févr. 2012, disponible sur <http://www.libertylawsite.org>.

la fonction de responsabilisation des investisseurs que doit jouer à notre sens la responsabilité civile sur les marchés financiers, compte tenu de leur caractère intrinsèquement risqué.

Deuxièmement, cette conception libérale n'est pas si originale qu'il n'y paraît. D'une part, au regard du droit financier, où elle n'est que le corollaire du « *modèle de transparence* », en vertu duquel on a fait le choix d'informer l'investisseur, afin de l'aider dans ses décisions d'investissement et de l'éclairer face aux risques, plutôt que de les lui interdire²⁰⁸. D'autre part, au regard de la philosophie qui sous-tend, à l'origine, la responsabilité civile ; si le temps est aujourd'hui celui de l'idéologie de la réparation par celui qui en la capacité, la responsabilité civile est née en 1804 sur l'idée que chacun devait répondre des préjudices causés par sa faute, et ce y compris la victime lorsqu'elle avait également contribué à son préjudice. A chacun d'assumer les conséquences de ses actes fautifs, quoi de plus libéral que cette idée !

- 87 - **Synthèse.** En conclusion de cette analyse fonctionnelle, il ressort que notre choix de politique juridique devra tenir compte des objectifs principaux suivants, sans que nous puissions établir une hiérarchie entre ceux-ci : la réparation des préjudices et la protection des investisseurs et du bon fonctionnement du marché, à travers notamment la responsabilisation des investisseurs. La fonction dissuasive ne sera, en revanche, qu'un objectif secondaire qui pourra être assuré par le droit répressif, à défaut de l'être par la responsabilité civile. Il est temps maintenant de préciser la méthode qui nous a permis d'opérer ce choix de politique juridique.

Section II - **La méthode du choix de politique juridique**

- 88 - **Thèse de politique juridique. Les apports de l'étude des droits étrangers et des travaux de l'analyse économique du droit.** Notre thèse ayant pour objectif de répondre à la question de politique juridique relative à l'aménagement du droit de la responsabilité civile sur les marchés financiers, qui ne reçoit pas de traitement satisfaisant dans notre système juridique alors qu'elle a pu susciter plus d'intérêt et des réponses différentes au sein d'autres systèmes juridiques, elle s'est largement fondée sur le droit comparé (**Paragraphe 1**). Elle a eu

²⁰⁸ V. Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 23.

également recours à certains apports de l'analyse économique du droit, notamment américaine (**Paragraphe 2**). Cette thèse ne se veut pas pour autant une thèse de droit comparé ou une thèse centrée sur l'analyse économique du droit.

Paragraphe 1 - Une méthode fondée sur le droit comparé

- 89 - **Une méthode fondée sur le droit comparé.** Le sujet de cette thèse invitait naturellement à faire du droit comparé²⁰⁹. Comme l'écrit M. Gilles Cuniberti, « *comme son nom l'indique, le droit comparé a pour objet la comparaison des droits. Bien que les branches du droit interne d'un Etat donné puissent naturellement être comparées (par exemple, droit public et droit privé des contrats ou procédure civile et administrative), c'est à la comparaison des droits des différents Etats que le vocable renvoie traditionnellement* »²¹⁰. Convaincu que réfléchir c'est en grande partie comparer, nous ne nous sommes toutefois pas privé, lorsque cela pouvait apporter à l'analyse, de faire du droit comparé « *interne* », au sein du droit financier lui-même (notamment avec l'information publique défectueuse délivrée sur le marché primaire dans le cadre du prospectus, ou, de manière plus anecdotique, avec celle délivrée par les prestataires financiers), ou avec d'autres branches du droit (droit de la concurrence²¹¹ ou de la consommation, droit médical et droit pénal notamment). Mais c'est sur le droit comparé « *externe* » que cette thèse est fondée. Il nous faut toutefois indiquer que celui-ci ne s'est imposé que comme un moyen et non comme une fin (A), avant de préciser les systèmes juridiques étrangers étudiés (B).

²⁰⁹ V., ainsi, colloque *Les autorités administratives et le règlement des litiges en matière bancaire et financière*, dir. Th. Bonneau et H. Le Nabasque, RDBF, 2012, n° 4.

²¹⁰ G. Cuniberti, *Grands systèmes de droit contemporains, Introduction au droit comparé*, LGDJ-Lextenso éd., 2015, 3^e éd., n° 1.

²¹¹ L'étude de la réparation des « *préjudices concurrentiels* » fait désormais l'objet de très nombreuses études, mais comme on l'a vu, la question, d'ailleurs traitée aujourd'hui à l'échelle européenne, repose sur une philosophie faisant une large place à la fonction normative de la responsabilité civile, et donc assez différente de celle que nous avons adoptée. Il est vrai toutefois que la difficulté de réparation, et notamment d'évaluation, des préjudices concurrentiels est loin d'être sans rapport avec celle existant en matière financière, dans la mesure où elle confronte le juriste à l'appréhension du fait économique. S. Carval, *La réparation du dommage concurrentiel dans le droit français de la responsabilité : le point de vue d'un civiliste*, *Concurrences*, 2014, n° 2, écrit ainsi à propos de cette difficulté : « *le spécialiste de la responsabilité civile y est d'autant plus sensible que c'est l'efficacité de sa discipline qui est remise en question, et donc son aptitude à relever les défis indemnitaires de l'époque contemporaine. Si elle ne parvient pas à réparer correctement les dommages concurrentiels, il y a peu de chances pour qu'elle se révèle plus performante en ce qui concerne, par exemple, les dommages financiers et boursiers* ».

A - Le droit comparé comme moyen

90 - **Le droit comparé comme moyen.** Comme l'écrivent MM. René David et Camille Jauffret-Spinosi, « *le droit comparé est utile pour mieux connaître notre droit national et pour l'améliorer* »²¹². Pour ces auteurs, cette fonction est l'une des trois fonctions principales du droit comparé, en sus de celles qu'il joue dans la science du droit et dans l'organisation de la société internationale. Ils insistent particulièrement, à cet égard, sur le bénéfice de la méthode comparative : « *pour que le droit comparé remplisse le rôle qui lui revient, il faut que les juristes, ce qu'ils font semble-t-il de plus en plus, ne se concentrent pas seulement sur l'étude de leur droit national, mais qu'en toute occasion propice, ils fassent usage de la méthode comparative* »²¹³. C'est exactement sur cette idée de perfectionnement de notre droit interne à l'aide de la comparaison avec les droits étrangers que repose notre travail. Le droit comparé, tout en revêtant une importance fondamentale, s'y inscrit donc plus comme un moyen que comme une fin en soi.

Pour nous, il s'agissait, plus précisément, de trouver des éléments de réponse à une question de politique juridique assez épineuse, dans la mesure où elle ne reçoit aucune réponse satisfaisante en France. En effet, s'agissant, d'une part, de la responsabilité civile en matière d'information publique défectueuse, la jurisprudence apparaît relativement fixée mais est loin d'être exempte de critiques et de faire consensus. S'agissant, d'autre part, de celle relative à la manipulation de cours et de l'opération d'initié, elle est quasiment inexistante, de sorte que la réflexion se nourrit essentiellement de quelques travaux doctrinaux épars. Dès lors, il était impératif d'aller voir sous d'autres cieux si l'on pouvait y trouver des sources d'inspiration.

Deux idées ont plus particulièrement animé notre étude des droits étrangers. Premièrement, l'idée que, malgré la diversité des institutions et des notions propres à chaque système

²¹² R. David et C. Jauffret-Spinosi, *Les grands systèmes de droit contemporains*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2002, 11^e éd., n° 5. Il s'agit alors, selon la terminologie proposée par G. Cuniberti, *op. cit.*, n° 1, du droit comparé « *micro-juridique* », c'est-à-dire consistant à « *comparer des institutions particulières, ou des questions particulières* », par opposition au droit comparé « *macro-juridique* », consistant à comparer les systèmes juridiques eux-mêmes. En vérité, la démarche est ancienne et s'est particulièrement développée à partir du 19^e siècle, avec notamment la création en France en 1869 de la Société de législation comparée.

²¹³ R. David et C. Jauffret-Spinosi, *op. cit.*, n° 13. Adde R. Legeais, *Grands systèmes de droit contemporains, Approche comparative*, Litec-LexisNexis, 2008, 2^e éd., p. 446 et s., indiquant que l'une des fonctions du droit comparé est d'aider « *les droits nationaux à se définir, à se transformer* ». Adde J. Ghestin et G. Goubeaux, *Traité de droit civil, Introduction générale*, avec la collaboration de M. Fabre-Magnan, LGDJ, 1994, 4^e éd., n° 108, indiquant qu'« *il est particulièrement instructif pour prendre la mesure d'une règle ou d'une institution, de voir comment elle est appréhendée à l'étranger* ».

juridique et qui ne saurait être négligée²¹⁴, les mêmes problèmes de fond se posent. En clair, dans tous les Etats où il existe un marché financier relativement développé, l'on est conduit à se demander, à un moment ou à un autre, comment réparer les préjudices qui peuvent y être causés compte tenu du fort particularisme du marché boursier. La tentative de résolution de ces problèmes par un système juridique ne peut donc laisser indifférents les autres systèmes juridiques. Deuxièmement, l'idée que cette étude devait être abordée avec une certaine humilité mais également sans crainte ou sentiment d'infériorité. S'il n'y a pas de raison de considérer que les autres systèmes juridiques pensent moins bien que le nôtre, ce qui justifie leur étude, il n'y a pas de raison non plus d'estimer qu'ils pensent mieux. Cette attitude d'ouverture décomplexée s'imposait notamment au regard de l'omniprésence du droit des Etats-Unis en la matière.

Des auteurs, ayant opté pour une approche comparée dans un autre domaine, ont ainsi pu expliquer ce choix de manière assez éclairante : « (...) *par nécessité, ensuite, tant les contacts entre les différents systèmes deviennent fréquents. Par commodité enfin, tant le détour par nos voisins est souvent le chemin le plus court pour aller de soi à soi. La comparaison des droits et des pratiques judiciaires s'offre comme le système d'évaluation de notre système le plus économique, et peut-être aussi le plus sûr ! Si l'on définit la mondialisation comme une mise en regard généralisée de chacun avec chacun, il faut relever le défi de cette comparaison permanente et générale. Il ne faut d'ailleurs pas craindre ce regard mais y voir au contraire une source de dynamisation de nos systèmes de justice. A condition de jouer cartes sur table, de compter nos petites cartes, mais aussi nos atouts et d'écarter tout joker* »²¹⁵.

²¹⁴ V. G. Cuniberti, *op. cit.*, n° 1, indiquant que si au niveau micro-juridique, « *il est possible de comparer les réponses apportées à des questions particulières par différents ordres juridiques* », il faut prendre garde au fait que « *les institutions ou les concepts peuvent être définis et employés différemment dans les différents Etats concernés, de sorte que la comparaison des seules institutions pourrait se révéler trompeuse* ». Adde R. Legeais, *op. cit.*, n° 413, insistant sur la nécessité de méthodes pour « *comparer avec justesse* », compte tenu du « *problème de la comparabilité des institutions* ».

²¹⁵ V. *Incertitude et expertise*, synthèse réalisée par A. Garapon, in *Le traitement juridique et judiciaire de l'incertitude*, dir. M. Borgetto, A. Garapon, V. Heuzé, H. Muir-Watt et M. Pinault, Dalloz, coll. Thèmes & commentaires, 2008, p. 65.

B - Le choix des systèmes juridiques

91 - **Le choix des systèmes juridiques.** Encore faut-il déterminer les systèmes juridiques devant faire l'objet de la comparaison. Compte tenu de son importance, l'étude du droit américain²¹⁶ était indispensable (1). L'étude des droits anglais²¹⁷ et allemand, ayant adopté des régimes spéciaux de responsabilité civile en la matière au sein de l'Union européenne, était également bienvenue (2).

1 - L'étude indispensable du droit américain

92 - **L'étude indispensable du droit américain.** Comme l'écrit M. Pierre-Henri Conac, « *les États-Unis constituent une terre favorable pour les investisseurs désireux d'engager la responsabilité civile des sociétés cotées pour manquement à leurs obligations d'information et des professionnels pour leur activité en matière de conseil boursier* »²¹⁸. Le droit américain s'imposait, en effet, comme objet d'étude au regard du droit comparé, compte tenu de la place très importante qu'y occupe la responsabilité civile en matière boursière. D'une part, en droit positif, où des aménagements de la responsabilité civile ont été adoptés tant en matière d'information publique défectueuse et de manipulation de cours par la jurisprudence qu'en matière d'opération d'initié par le législateur, d'où un contentieux particulièrement fourni. D'autre part, en doctrine, où la question fait l'objet, depuis près d'un siècle, d'un très fort intérêt et donc d'une littérature abondante. Sous ces deux aspects, le contraste est ainsi saisissant avec la situation prévalant dans tous les autres États. Une étude relativement détaillée des États-Unis était donc indispensable, le but n'étant pas toutefois de décrire l'ensemble du système, ce qui aurait été à la fois impossible et inutile compte tenu de l'importance de la documentation déjà existante, mais d'insister plus précisément sur ce qui pouvait inspirer le droit français.

²¹⁶ Nous entendons essentiellement par « *droit américain* » le droit fédéral des États-Unis.

²¹⁷ On emploiera, par commodité, le terme de « *droit anglais* » pour viser le droit du Royaume-Uni.

²¹⁸ 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-juin 2007, n° 3, p. 359, n° 1. Cet article constitue un article de référence relatif au droit américain en la matière.

2 - L'étude bienvenue des droits anglais et allemand

93 - **L'étude bienvenue des droits anglais et allemand.** Au-delà des Etats-Unis, la question est aujourd'hui d'une forte actualité dans l'ensemble des Etats européens, et même dans quasiment tous les Etats où les marchés financiers sont développés. Il aurait été toutefois impossible de traiter de l'ensemble de ces systèmes juridiques, compte tenu de la dimension de cet ouvrage et de considérations pédagogiques. Il a été ainsi fait le choix de s'intéresser plus particulièrement aux droits anglais et allemand, dans la mesure où tous deux ont fait le choix, au cours des années 2000, d'instaurer un régime spécial de responsabilité civile sur le marché boursier à l'issue de réflexions assez approfondies. Même si ces régimes spéciaux ne concernent que l'information publique défectueuse et non les abus de marchés (manipulation de cours et opération d'initié), leur étude était ainsi particulièrement intéressante, et ce d'autant que ces Etats appartiennent tous deux à l'Union européenne et sont donc soumis pour l'essentiel à la même réglementation financière que le droit français, la matière ayant été très largement communautarisée. D'autres systèmes juridiques ont pu, toutefois, également être évoqués de manière ponctuelle.

Paragraphe 2 - Une méthode utilisant l'analyse économique du droit

94 - **Thèse non fondée sur l'analyse économique du droit, mais utilisant certains apports de l'analyse économique du droit.** On l'a dit, quoiqu'elle s'y soit en grande fondée, notre thèse n'est pas, à proprement parler, une thèse de droit comparé, dès lors que celui-ci n'a pas constitué une fin en soi. Elle est encore moins une thèse d'analyse économique du droit. Non seulement elle ne constitue pas une analyse économique du droit au sens littéral du terme, mais elle n'est même pas fondée sur les postulats de l'analyse économique du droit, et part même d'un postulat inverse de celui sur lequel cette discipline s'appuie (**A**). Il reste que l'analyse économique du droit constitue un apport non négligeable pour notre thèse au regard de la prise en compte de la dimension collective (**B**).

A - Une thèse non fondée sur l'analyse économique du droit

95 - **Une thèse ni d'analyse économique du droit, ni fondée sur les postulats de l'analyse économique du droit.** L'analyse économique du droit (« *Law & Economics* ») consiste, en

simplifiant, à étudier le droit et les phénomènes juridiques au travers du prisme de la science économique (efficacité et conséquences sur le comportement des agents des règles de droit notamment), dans une démarche à la fois positive et normative²¹⁹. Or, cette « *étude économique du droit* » ne correspond en rien à notre travail. En outre, en matière de responsabilité civile, l'analyse économique du droit fait de la fonction normative la fonction première de l'institution, qui doit avant tout chercher à prévenir les comportements anti-sociaux, et ce dans un objectif de minimisation des coûts sociaux²²⁰. Or, notre travail s'inscrit dans la démarche inverse puisque nous considérons que c'est la fonction réparatrice qui doit primer, la dissuasion n'étant que secondaire puisque devant avant tout être assurée par le droit répressif, et que la minimisation des coûts sociaux n'a constitué, en aucune manière, notre critère de choix.

96 - **Justification de l'utilisation des apports de l'analyse économique du droit.** Il reste que, comme l'écrit joliment M. Grégory Maitre, « *l'analyse économique du droit est pour le juriste comme une invitation au voyage. Elle lui offre la possibilité de quitter le port d'attache de ses certitudes, baignées dans la tradition juridique nationale qui lui est coutumière* »²²¹. Il aurait été ainsi plus que dommage que nous fimes fi des apports de l'analyse économique du droit

²¹⁹ *Incertitude et expertise*, art. préc., p. 79.

²²⁰ V., notamment, B. Deffains et E. Langlais (dir.), *Analyse économique du droit : principes, méthodes résultats*, De Boeck, coll. Ouvertures économiques, 2009, p. 38 et s., montrant que les économistes mettent en avant la fonction préventive (au sens large) de la responsabilité civile, la fonction indemnitrice étant placée « *au second rang dans la mesure où elle est en quelque sorte mise au service de la prévention* ». Ils considèrent ainsi que la responsabilité civile doit être analysée comme un « *mécanisme incitatif* » *ex post*, alternatif à la réglementation *ex ante*, et permettant une prévention des risques optimale dans la mesure où « *lorsque les agents générateurs de risques sont confrontés au coût social de leurs décisions* », ils prennent de manière rationnelle la décision la moins onéreuse entre l'augmentation du coût de la prévention et le paiement de dommages-intérêts, ce qui assure la minimisation du coût social des accidents. Historiquement, l'idée a été développée par M. Guido Calabresi dans son ouvrage de référence *The Cost of Accidents: A Legal and Economic Analysis*, Yale University Press, 1970 : « *the principal function of accident law is to reduce the sum of the cost of accident and the cost of avoiding accidents* ». V., dans le même sens, E. Mackaay et S. Rousseau, *Analyse économique du droit*, Dalloz, coll. Méthodes du droit, 2008, 2^e éd., n° 1158 et s., spéc. n° 1174 : « *les dommages à payer constituent (...) la mesure, aussi exacte que possible, du "tort social" créé et de l'intérêt attaché à sa prévention* » ; G. Maitre, *La responsabilité civile à l'épreuve de l'analyse économique du droit*, préf. H. Muir-Watt, LGDJ, coll. Droit et économie, 2005, n° 139 : « *pour l'économiste, la responsabilité civile poursuit un objectif de minimisation des coûts sociaux liés à la résolution des litiges survenant entre tiers, pour lesquels le recours au marché n'est pas possible en raison de coûts de transaction trop élevés. Nous pensons pouvoir en déduire que le fondement de la responsabilité civile réside dans l'incitation des responsables potentiels à la prévention adéquate et suffisante du dommage, par l'obligation qu'elle leur impose de prendre en charge la réparation intégrale du préjudice qu'ils seraient susceptibles de causer à autrui* ». Il en résulte que, pour les économistes, la responsabilité doit peser sur l'individu le mieux placé pour éviter le dommage (*ibid.*, n° 194 et s.), c'est-à-dire le « *cheapest cost avoider* ».

²²¹ G. Maitre, *op. cit.*, n° 500. Cet auteur observe d'ailleurs avec justesse que l'analyse économique du droit procède de la même façon et remplit le même rôle que le droit comparé, en ce qu'elle permet au juriste français d'élargir son point de vue, de prendre du « *recul* » par la comparaison (*ibid.*, n° 10 et s.). L'on notera d'ailleurs que l'analyse économique du droit adopte très souvent une dimension comparative qui permet, outre de détacher cette discipline de ses origines américaines, d'évaluer les performances des différents systèmes juridiques.

dans notre domaine, et ce d'autant que la réflexion des auteurs américains, issus pour l'essentiel de ce courant²²², y est particulièrement abondante et féconde. Le fait que nous n'adhérions pas aux principes de base de l'analyse économique du droit n'était pas, à cet égard, un obstacle dirimant : il suffisait justement de garder à l'esprit que ces apports s'inscrivaient dans une logique différente de la nôtre. L'analyse économique du droit nous a ainsi permis d'intégrer une dimension collective dans notre travail.

B - La prise en compte de la dimension collective

97 - **Justification de la prise en compte de la dimension collective, et plus précisément de l'efficacité collective, de la fonction réparatrice.** Un juriste français peut être surpris, de prime abord, que l'on prenne en compte l'efficacité collective, c'est-à-dire l'efficacité envisagée globalement, du point de vue de l'ensemble des investisseurs et du marché, de la responsabilité civile. En effet, le droit français, n'envisageant la responsabilité que d'un point individuel, requiert seulement, au titre du principe général de responsabilité pour faute, que le droit à réparation soit respecté pour une victime particulière, et en aucune manière que la réparation, ou plus précisément son efficacité, soit appréciée collectivement, c'est-à-dire au regard d'un groupe de victimes potentielles. Toutefois, comme on l'a dit déjà à propos des fonctions du droit financier de protection des investisseurs et de bon fonctionnement du marché, une telle considération n'est nullement hérétique dans la mesure où la responsabilité civile ne peut être véritablement effective sur le marché boursier qu'à travers un aménagement de ses conditions. Il est, dès lors, légitime de prendre également en compte l'efficacité collective pour trancher la question de politique juridique relative à la nécessité de cet aménagement. S'il n'en était pas ainsi, la question serait parfaitement illégitime en droit français : le droit individuel à réparation devrait prévaloir sur toute considération collective.

Outre qu'une telle approche ne nous paraît ainsi nullement contradictoire avec le droit individuel à réparation de valeur constitutionnelle, elle nous semble, au contraire, nécessaire au regard de la dimension intrinsèquement collective des marchés financiers, et de l'objectif de protection des investisseurs, à laquelle on peut rattacher cette évaluation collective de

²²² L'analyse économique du droit est loin de rencontrer le même succès en France, tant dans notre domaine que de manière générale.

l'efficacité de la responsabilité civile sur le marché financier. C'est à cet égard que les travaux issus de l'analyse économique du droit, notamment américaine, sont particulièrement précieux, dans la mesure où ils réfléchissent de manière quasi systématique en termes collectifs et non exclusivement individuels, et font donc appel à cette notion d'efficacité collective, même si elle ne s'identifie pas totalement avec leurs objectifs²²³. Cela n'est d'ailleurs guère surprenant dans la mesure où « *au lieu de se concentrer sur l'aspect individuel de la responsabilité civile, elle (l'analyse économique du droit) l'envisage de manière plus globale, en tant qu'institution sociale* »²²⁴. Aux Etats-Unis, une grande partie de la doctrine remet ainsi en cause l'efficacité de la fonction réparatrice des actions collectives boursières, sur le fondement d'une appréciation globale et non individuelle. La comparaison avec le droit français, dans lequel cette dimension est quasiment absente, est à cet égard saisissante.

- 98 - **Analyse de la fonction réparatrice de la responsabilité civile en vertu d'un impératif de justice, à la fois individuel et collectif.** Le problème peut, de la même façon, être posé en termes de justice. En effet, la question que pose concrètement la réparation des préjudices sur le marché boursier consiste à savoir s'il faut faire prévaloir un principe de justice individuelle, selon lequel tout individu a droit à la réparation du préjudice qu'un autre lui a causé, ou si un tel principe peut être abandonné lorsqu'il conduit de fait à de faibles résultats en termes de réparation collective. Autrement dit, le critère doit-il être apprécié uniquement sous un angle individuel ou peut-il l'être également sous un angle collectif, ce qui peut conduire à un résultat injuste pour un investisseur individuel ?

Il est clair que, si l'on s'en tient à la conception classique, c'est la dimension individuelle de la réparation qui prévaut, celle-ci étant fondée sur un idéal de justice individuelle, et plus

²²³ En effet, comme on l'a dit, l'objectif essentiel de l'analyse économique du droit est la minimisation des coûts sociaux. Ainsi, du point de vue de la responsabilité civile, cet objectif est beaucoup plus large que de savoir si la réparation est efficace au regard de l'ensemble des investisseurs et non d'un seul investisseur particulier : il s'agit de savoir si elle est efficace au regard de l'ensemble de la société, ce qui nécessite une réflexion bien plus ample (prenant en compte notamment l'effet sur l'émetteur, sur les autres intervenants du marché financier, sur le budget de l'Etat, sur le reste de la population). Toutefois, les travaux de nombreux universitaires américains ont à cœur de prendre en considération l'efficacité dans sa dimension collective, c'est-à-dire au regard de l'ensemble des investisseurs ou d'une catégorie d'investisseurs, et non exclusivement au regard de l'ensemble de la société.

²²⁴ G. Maitre, *op. cit.*, n° 495. Adde H. Muir-Watt, préf. G. Maitre, *op. cit.*, p. VI et VII, indiquant que l'un des apports de l'analyse économique « *consiste avant tout à introduire une dimension collective dans un rapport perçu traditionnellement comme purement intersubjectif* », et faisant observer qu'un tel changement est « *conforme à la mutation fonctionnelle de la responsabilité civile qui tend progressivement à devenir un instrument de gestion des dommages massifs* ».

précisément de justice commutative, qui s'exprime techniquement par le principe de réparation intégrale visant à replacer la victime dans la situation qui aurait été la sienne sans le fait dommageable²²⁵. Que l'on reprenne, pour s'en convaincre, les propos tenus par le Tribun Tarrible lors de l'adoption du Code civil de 1804²²⁶. Toutefois, il nous semble que la satisfaction de cet impératif de justice dans un environnement intrinsèquement collectif comme le sont les marchés financiers, ne peut être appréciée seulement dans sa dimension individuelle, il doit l'être aussi nécessairement dans sa dimension collective. En d'autres termes, lorsqu'on s'interroge sur la politique juridique qui doit être adoptée en la matière, l'on ne doit pas seulement se poser la question de la détermination du système permettant la plus juste indemnisation d'un investisseur particulier, mais celle du système permettant la plus juste indemnisation des investisseurs dans leur ensemble, quitte à ce que soient sacrifiés les intérêts d'un investisseur particulier. L'analyse économique s'apparente bien alors à une « *entreprise subversive* », pour reprendre les termes de M. Grégory Maitre²²⁷.

99 - **Conclusion du Chapitre II. Plan de la thèse.** Le fort particularisme des marchés financiers rejaillit fortement sur la responsabilité civile et en complique et perturbe singulièrement la mise en œuvre. Se pose, dès lors, la question de politique juridique suivante : faut-il aménager la responsabilité civile sur les marchés financiers pour faire face à leur particularisme ? Pour y répondre, nous avons d'abord déterminé les finalités qui devaient guider notre choix : il s'agit de la fonction réparatrice de la responsabilité civile, et des fonctions du droit financier de protection des investisseurs et de bon fonctionnement du marché, à travers notamment la responsabilisation des investisseurs. Nous avons ensuite identifié la méthode permettant d'opérer ce choix : elle est fondée, en grande partie, sur le droit comparé dans la mesure où le problème ne reçoit aucun traitement satisfaisant en droit français et a fait l'objet de réflexions

²²⁵ Cet idéal de justice commutative a d'ailleurs été repris par une bonne partie la doctrine, comme fondement de la responsabilité civile.

²²⁶ V. G. Viney, *Introduction à la responsabilité*, *op. cit.*, n° 14, citant notamment les propos du Tribun Tarrible dans son discours au corps législatif : « *cette disposition qui donne une garantie à la conservation des propriétés de tous genres, est pleine de sagesse. Lorsqu'un dommage est commis par la faute de quelqu'un, si l'on met en balance l'intérêt de l'infortuné qui en souffre avec celui de l'homme coupable ou imprudent qui l'a causé, une voie soudaine de la justice s'élève et répond que ce dommage doit être réparé par son auteur. Cette disposition embrasse dans sa vaste latitude tous les genres de dommages et les assujettit à une réparation uniforme qui a pour mesure la valeur du préjudice souffert. Depuis l'homicide jusqu'à la légère blessure, depuis l'incendie d'un édifice jusqu'à la rupture d'un immeuble chétif, tout est soumis à la même loi ; tout est déclaré susceptible d'une appréciation qui indemnifiera la personne lésée des dommages quelconques qu'elle a éprouvés...* ».

²²⁷ V. G. Maitre, *op. cit.*, n° 11, observant que l'analyse économique du droit joue un rôle perturbateur en ce qu'elle oblige le juriste à se libérer de son système de pensée et de ses préjugés et à renouveler sa réflexion. Notamment, écrit-il, « *le discours économique, amoral et très formalisé, peut paraître choquant au regard des valeurs de justice souvent défendues par les juristes* ».

approfondies et d'aménagements de la responsabilité civile dans d'autres systèmes juridiques ; elle recourt également aux apports de l'analyse économique du droit, dans la prise en compte de la dimension collective de la responsabilité civile sur les marchés financiers.

Le but étant notamment de trouver des solutions à partir de la comparaison des systèmes juridiques, nous avons, assez naturellement, adopté un angle d'attaque prospectif à partir d'une première analyse descriptive du droit positif. Ainsi, après avoir d'abord observé qu'il existe bien, *de lege lata*, un aménagement de la responsabilité civile sur les marchés financiers (**Partie I**), nous avons toutefois opté ensuite, *de lege ferenda*, pour l'application du droit commun sur lesdits marchés (**Partie II**).

PARTIE I - DE LEGE LATA, L'AMENAGEMENT DE LA RESPONSABILITE CIVILE

- 100 - **Droit comparé. Constats.** On l'a dit, le particularisme du marché boursier complique singulièrement, voire empêche, la mise en œuvre de la responsabilité civile pour information publique défectueuse ou pour abus de marché. Ce constat ressort de manière évidente de l'examen en droit comparé des différents systèmes juridiques. La question engendre en effet un important débat tant en France qu'aux Etats-Unis, au Royaume-Uni ou en Allemagne. Précisons toutefois qu'au sein de ce débat, les faits générateurs étudiés sont loin de revêtir tous la même importance. L'information publique défectueuse tient sans conteste le haut du pavé, suscitant la majeure partie de la jurisprudence et de la doctrine, en particulier lorsqu'elle est le fait de l'émetteur, de sorte que l'essentiel des développements suivants lui seront consacrés²²⁸. Il en va, en revanche, différemment des autres abus de marché : si l'opération d'initié occupe encore une place résiduelle dans le droit positif de certains systèmes juridiques, la manipulation de cours est, pour l'essentiel, délaissée, de sorte qu'elle sera à peine évoquée dans cette première partie²²⁹. En outre, si l'examen du droit comparé révèle la similitude du débat en la matière, il fait apparaître également la diversité des choix de politique juridique effectués.
- 101 - **Similitude du débat.** Dans chacun de ces systèmes juridiques, le sujet agite la jurisprudence comme la doctrine, aussi bien sur le principe même de la réparation que sur les modalités de sa mise en œuvre effective. En outre, les problèmes qui se posent sont relativement similaires.

²²⁸ Nous avons en effet préféré réserver l'examen de la responsabilité civile des autres acteurs des marchés financiers (commissaires aux comptes, et surtout analystes financiers et agences de notation), pour la deuxième partie de la thèse, y compris dans ses aspects existants. Ce choix s'est imposé pour deux raisons. D'une part, parce que *de lege lata*, la question concerne essentiellement l'information délivrée par l'émetteur, compte tenu de sa place éminente dans la production de l'information financière, de sorte que traiter ici de l'ensemble des acteurs financiers aurait conduit à un éclatement de la démonstration, qui y aurait perdu beaucoup de sa force. D'autre part, parce que compte tenu de la quasi-absence de responsabilité civile des autres acteurs à ce jour, l'exposé de celle-ci s'inscrit assez bien comme un préalable à la réflexion sur un aménagement de leur responsabilité civile *de lege ferenda*.

²²⁹ V., sur le droit français, Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 533 : « *si la jurisprudence est entrée dans la voie de la réparation civile du manquement de fausse information, les décisions en matière de manipulation de cours ou d'opérations d'initié sont quasiment inexistantes* ».

D'une part, l'on retrouve systématiquement la *summa divisio* précédemment évoquée entre altération de la décision et altération du marché. L'on s'interroge, en effet, partout sur le point de savoir s'il faut réparer les conséquences préjudiciables de l'influence intellectuelle exercée sur la décision de l'investisseur, comme on aurait tendance à le faire dans un contexte contractuel classique, ou bien, de manière plus originale, son influence sur le marché lui-même.

D'autre part, on observe, de manière générale, que les systèmes juridiques, où la responsabilité civile est effective sur le marché boursier, ont adopté des logiques de réparation collective, à travers des aménagements substantiels (régime spécial de responsabilité civile, assouplissement du droit commun) ou processuels (actions de groupe notamment). Ce sont toutefois les aménagements substantiels de la responsabilité civile qui nous intéresseront plus particulièrement. En clair, sans un aménagement volontariste de la responsabilité civile, celle-ci n'acquiert en pratique aucune effectivité, faute pour l'investisseur de pouvoir surmonter les obstacles probatoires auxquels il fait face, notamment en matière de causalité. D'où la tentation lancinante d'un tel aménagement de la responsabilité civile...

On notera toutefois d'ores et déjà qu'en droit français, le problème se pose quelque peu différemment, celui-ci connaissant, de manière originale, un principe général de responsabilité pour faute et non un système de relativité aquilienne prévoyant une série de délits civils comme la plupart des autres droits (et notamment ceux étudiés).

102 - **Diversité des choix de politique juridique.** En réponse à ces questions, les différents droits opèrent, en revanche, des choix de politique juridique relativement variés, aussi bien au regard du type de préjudice privilégié que de l'aménagement retenu.

D'une part, pour prendre l'exemple de l'information publique défectueuse, c'est parfois l'altération de cours qui est réparée, comme dans le système américain, avec la question sous-jacente du choix entre l'altération exercée *ex ante*, lors de la diffusion de l'information défectueuse, ou bien *ex post*, lors de la rectification informationnelle ; ou bien parfois l'altération de la décision, que celle-ci soit concrète, c'est-à-dire relative à une décision d'investissement déterminée, ou bien abstraite, comme dans le système français où elle

consiste en une simple atteinte à arbitrer librement sur le marché²³⁰. La question reste toutefois très débattue dans chacun de ces systèmes juridiques.

D'autre part, l'aménagement de la responsabilité civile sur le marché boursier connaît des modalités variées, qui ne sont pas dénuées parfois d'une certaine hypocrisie au sens où le volontarisme est parfois plus affiché que réel. Pour l'essentiel, l'on constate ainsi que, selon les systèmes juridiques, cet aménagement est soit l'œuvre du juge (**Titre I**), soit celle du législateur (**Titre II**).

²³⁰ Cf. *infra*.

TITRE I - L'AMENAGEMENT PAR LE JUGE

103 - **L'aménagement par le juge en matière d'information publique défectueuse.** C'est essentiellement en matière d'information publique défectueuse que le juge a été amené, dans certains systèmes juridiques, à aménager la responsabilité civile sur le marché boursier, afin de la rendre plus effective. On l'a dit, sur les marchés financiers, une partie importante de l'information est, en effet, délivrée au public, au « *marché* », c'est-à-dire à l'ensemble des investisseurs, existants ou potentiels. D'une part et essentiellement, par l'émetteur et ses dirigeants, dans le cadre de leur obligation d'information continue ou *ad hoc* ou dans celui de leur obligation d'information régulière. D'autre part, par d'autres acteurs qui délivrent soit des informations internes à l'émetteur, tels les commissaires aux comptes, soit des informations externes à l'émetteur, tels les analystes financiers et agences de notation, que nous qualifierons d'« *intermédiaires informationnels publics* »²³¹.

Deux caractéristiques cumulatives vont être plus particulièrement déterminantes. D'une part, le fait que l'information soit délivrée par un tiers à la transaction, à la différence notamment de l'information publique délivrée sur le marché primaire à travers le prospectus, d'où la nature généralement délictuelle de la responsabilité civile en la matière²³² : la faute d'information constitue ainsi une sorte de dol du tiers²³³. D'autre part et surtout, le fait que l'information soit, précisément, publique, à la différence de l'information individuelle délivrée par un prestataire à son client²³⁴, quoique le prestataire reste également tiers à la transaction qu'il aura par exemple conseillé d'effectuer. Le caractère « *public* » de l'information mérite toutefois d'être précisé.

²³¹ Cf. *infra*.

²³² La responsabilité est, en principe, de nature délictuelle, en l'absence généralement de contrat entre les investisseurs victimes et les débiteurs des obligations d'information, notamment l'émetteur et les dirigeants sociaux. V. K. Deckert, *op. cit.*, p. 530 : « *en règle générale, la configuration triangulaire, typique du marché financier secondaire, induit l'absence de relations contractuelles entre l'investisseur et l'émetteur (ainsi que ses organes et les membres de ses organes)* ».

²³³ Sur les rapports du dol et de la responsabilité civile, v. le dossier, RDC, 1^{er} juill. 2013, n° 3 : A.-S. Barthez, *Contre l'autonomisation de la responsabilité civile délictuelle en matière de dol*, p. 1155 ; J. Ghestin, *Contre l'absorption du dol par la responsabilité civile*, p. 1162 ; G. Lardeux, *L'absorption du dol par la responsabilité civile*, p. 1179 ; R. Ollard, *De la fusion des dols pénal et civil ou de l'absorption du dol civil par la responsabilité pénale*, p. 1189 ; E. Savaux, *Résister à l'absorption du dol par la responsabilité*, p. 1201. Adde J. Traullé, *L'indemnisation du préjudice né de l'impossibilité de contracter avec un tiers après la conclusion d'un contrat vicié*, D., 2013, n° 40, p. 2651.

²³⁴ Parce qu'elle s'adresse à une pluralité de personnes, cette information a également été qualifiée d'« *information collective* », par opposition à l'information individuelle, donnée à un investisseur en particulier (v. J. Chacornac, *op. cit.*).

104 - **Précisions sur le caractère « public » de l'information.** L'information « *publique* » est celle qui est délivrée au public. Or, la définition de la notion de « *public* » peut s'avérer délicate, comme il en va d'ailleurs en matière répressive (notamment en matière d'opérations d'initié, où doit être caractérisé le caractère non public de l'information). La question se posera notamment lorsque la société n'utilisera pas la voie d'un communiqué officiel mais celle d'une revue spécialisée en matière financière à destination d'investisseurs sophistiqués, ou bien délivrera l'information lors d'une réunion d'analystes financiers par exemple²³⁵. En dépit de l'existence de ces situations litigieuses, dans lesquelles il sera effectivement malaisé de déterminer si l'information a été délivrée au public ou pas, il nous semble toutefois qu'il y a bien une différence fondamentale de nature, et non simplement de degré, entre l'information destinée à l'ensemble des investisseurs, et plus largement des participants au marché, et celle délivrée à un investisseur particulier, par exemple par un prestataire financier.

L'on a du mal pourtant à poser un critère formel qui permettrait de faire le départ entre les deux situations : par exemple, s'agissant de l'information délivrée par l'émetteur, l'exigence de la publication de l'information par la voie d'un communiqué officiel apparaît exagérément restrictive. Il nous semble en définitive que, comme en matière répressive, la question est essentiellement de l'ordre de la casuistique : elle exige de déterminer si, quels que soient le support ou le mode de communication et le nombre de personnes ayant eu directement connaissance de l'information, l'information a atteint un degré de publicité tel au sein de la communauté des investisseurs qu'elle peut être qualifiée de « *publique* ».

105 - **Les conséquences du caractère public de l'information. Typologie des différentes catégories de préjudice envisageables.** En tout état de cause, il résulte, comme on l'a dit, du caractère public de l'information une conséquence majeure. Celle-ci peut, en effet, exercer une double influence, à la fois sur la décision de l'investisseur mais aussi sur le cours de bourse, d'où une *summa divisio* classique entre deux types de préjudice : le préjudice d'altération du cours de bourse et le préjudice d'altération de la décision de l'investisseur. Nous verrons en outre que cette double influence s'exerce selon des modalités variables, en

²³⁵ V. notamment, sur ce point, les réflexions approfondies de D. Martin et K. Angel, *Réflexions sur la mise à disposition du public d'une information privilégiée*, Bull. Joly Bourse, mai 2010, n° 3, p. 274.

fonction de l'auteur de l'information, émetteur ou bien intermédiaire informationnel public délivrant une opinion²³⁶.

Cette *summa divisio* doit, par ailleurs, être affinée pour définir dès à présent les différents types de préjudice pouvant être causés par une information publique défectueuse sur le marché boursier, et ce quoique la mise à jour de ces catégories de préjudice nous soit apparue au fur et à mesure de l'étude des droits positifs français et étrangers. Il nous paraissait en effet particulièrement nécessaire de fixer, dès le début de ce travail, le cadre d'analyse du préjudice. Ce choix se justifie d'autant plus que la classification que nous proposons est relativement simple et logique. Reprenons la *summa divisio* déjà énoncée. On peut, d'abord, prendre en compte l'influence économique exercée sur le cours de bourse par l'information publique défectueuse, c'est-à-dire l'altération, la déformation du cours occasionnée par ladite information : le préjudice est alors un préjudice que nous dénommons « *préjudice d'altération du cours* ». Il peut s'agir, alors, soit d'un préjudice d'altération de cours subi *ex ante*, c'est-à-dire un préjudice de surévaluation ou de sous-évaluation, consistant pour l'investisseur soit à avoir acheté un titre à un cours surévalué et donc à avoir payé trop cher, soit à avoir vendu un titre à un cours sous-évalué et donc à avoir reçu un prix trop faible ; soit d'un préjudice d'altération de cours subi *ex post*, consistant dans l'effet exercé sur le cours par la rectification de l'information²³⁷. On peut, ensuite, prendre en compte l'influence intellectuelle exercée sur la décision d'investissement individuelle de l'investisseur²³⁸ par l'information publique défectueuse : le préjudice est alors un préjudice que nous dénommons « *préjudice d'altération de la décision* ». Nous entendons le terme de « *décision d'investissement* » au sens large, c'est-à-dire essentiellement comme la décision d'acheter, de vendre ou de conserver un titre²³⁹. Cette *summa divisio* fondamentale entre préjudice d'altération du cours et préjudice d'altération de la décision a été, comme nous le verrons, mise au jour depuis longtemps en

²³⁶ Cf. *infra*.

²³⁷ C'est donc par rapport à la rectification de l'information que nous nous situons *ex ante* ou *ex post* : l'altération du cours *ex ante* est celle exercée sur le cours de bourse par la fausse information antérieurement à sa rectification – c'est-à-dire tout au long de la période d'information défectueuse –, tandis que l'altération du cours *ex post* est celle exercée sur le cours par la rectification de la fausse information, et donc postérieurement à la période d'information défectueuse. Nous expliquerons, par la suite, pour quelles raisons nous dénommons également « *préjudice d'altération de cours* » le préjudice éprouvé *ex post*, alors qu'il résulte précisément du rétablissement de la vérité sur le marché. Cf. *infra*.

²³⁸ Sur le caractère central de cette influence intellectuelle, sur laquelle il fonde sa thèse, au regard des fonctions de l'information en droit financier (ou plus précisément en « *droit des instruments financiers* »), v. J. Chacornac, *op. cit.*, *passim*.

²³⁹ La décision peut éventuellement prendre des formes plus complexes telles que l'apport d'un titre à une offre publique ou la conclusion d'un contrat financier ayant pour sous-jacent ledit titre.

droit américain et déjà théorisée avec clarté en droit français par M. Nicolas Spitz sous une autre terminologie²⁴⁰.

Le préjudice d'altération de la décision peut également prendre plusieurs formes : soit l'altération de la décision est concrète, c'est-à-dire relative à une décision d'investissement particulière, et nous dénommons alors le préjudice « *préjudice d'altération concrète de la décision* » ; soit elle est abstraite, c'est-à-dire non relative à une décision d'investissement particulière, et nous dénommons alors le préjudice « *préjudice d'altération abstraite de la décision* ». Le préjudice d'altération concrète de la décision peut lui-même prendre encore deux formes distinctes : soit l'altération a été déterminante de la décision d'investissement prise et le préjudice, que nous nommons « *préjudice d'altération concrète déterminante de la décision* », est en principe égal à la moins-value réalisée ou latente, c'est-à-dire la totalité des pertes réalisées ou latentes, du fait de la décision d'investissement ; soit l'altération a seulement provoqué une perte de chance de ne pas avoir pris la décision d'investissement préjudiciable (voire d'en avoir pris une autre plus profitable) et le préjudice, que nous désignons « *préjudice d'altération concrète non déterminante de la décision* », est, en vertu de la théorie de la perte de chance, nécessairement égal à un pourcentage de la totalité des pertes, et donc inférieur à celles-ci. Ces différentes sous-catégories du préjudice d'altération de la décision nous sont, en fait, apparues au fur et à mesure de l'analyse de la jurisprudence française. Notamment, le préjudice d'altération abstraite de la décision correspond à l'atteinte générale à la faculté et à la liberté d'arbitrer de l'investisseur, mise à jour et consacrée par le droit positif français. Pour faire plus court, nous appellerons également respectivement ces préjudices : « *préjudice de décision abstraite* » et « *préjudice de décision concrète* », celui-ci se subdivisant en « *préjudice de décision concrète déterminante* » et « *préjudice de décision concrète non déterminante* ».

106 - Deux exemples de plus ou moins grande envergure : les Etats-Unis et la France. La responsabilité civile sur le marché boursier est bien plus développée et, historiquement, bien plus ancienne aux Etats-Unis qu'en France. Il n'en reste pas moins que, dans ces deux

²⁴⁰ V. N. Spitz, *op. cit.*, *passim*, qui distingue le « *préjudice de conditions* » et le « *préjudice de décision* », et fait de cette distinction un axe majeur de sa thèse. Nous n'avons pas retenu exactement cette terminologie car si le terme de « *préjudice de décision* » nous paraît approprié, nous trouvons celui de « *préjudice de conditions* » trop imprécis. De quelles « *conditions* » s'agit-il ? De l'effet de l'information publique défectueuse sur le cours de bourse. Autant le dire directement.

systèmes juridiques, c'est le volontarisme du juge qui a été décisif. Constatant les écueils probatoires auxquels se heurtaient les investisseurs, celui-ci a, en effet, décidé d'aménager la responsabilité civile de droit commun, pour lui conférer une certaine effectivité en la matière. Il est remarquable toutefois que ce volontarisme ait conduit, dans l'un et l'autre Etat, à des choix opposés : d'un côté, le juge américain, en adoptant la théorie de la fraude sur le marché, a permis la réparation d'une altération du cours (**Chapitre I**) ; de l'autre, le juge français a consacré, au contraire, la réparation de l'altération de la décision (**Chapitre II**).

CHAPITRE I - LA REPARATION D'UNE ALTERATION DU COURS PAR L'INFORMATION EN DROIT AMERICAIN

107 - **Cadre général. Le droit boursier américain « anti-fraude ».** Le développement de la responsabilité civile sur le marché financier aux Etats-Unis s'explique certes par des conditions procédurales favorables – et notamment l'existence d'actions collectives –, mais également par un droit substantiel d'origine légale et prétorienne adapté. Tel est le cas en particulier du marché secondaire pour lequel le droit américain a, à partir des années 1980, consacré une théorie connue sous le nom de « *théorie de la fraude sur le marché* » (« *fraud-on-the-market theory* ») et visant à faciliter l'exercice d'actions en responsabilité civile par les investisseurs sur ce marché.

La théorie de la fraude sur le marché a pour cadre juridique la règle 10b-5 de la SEC. Cette règle, adoptée en 1942 par l'autorité de régulation américaine, la *Securities & Exchange Commission (SEC)*²⁴¹ en application de la section 10(b)²⁴² du *Securities Exchange Act* de 1934²⁴³, prohibe en substance tout acte positif ou toute omission, relatif à l'achat ou à la vente d'un titre²⁴⁴, qui serait constitutif d'une fraude ou d'une tromperie²⁴⁵. Si la loi n'a conféré aucun droit d'action en responsabilité civile pour violation de ce texte, il a été consacré par la jurisprudence²⁴⁶, sur le modèle du *tort* général de fraude de *common law*²⁴⁷. Le dispositif a un

²⁴¹ V. notamment, sur la SEC, P.-H. Conac, *L'autorité de régulation du marché financier américain : la Securities & Exchange Commission (SEC)*, Annales de la régulation, LGDJ, 2006, p. 177. Pour une comparaison entre les autorités administratives de régulation française et américaine, v. P.-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, préf. Y. Guyon, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 386, 2002.

²⁴² Ce texte prévoit en substance qu'il est illégal d'employer un quelconque moyen ou dispositif visant à manipuler ou à tromper dans le contexte de l'achat ou de la vente de titres, dans les conditions prévues par la SEC.

²⁴³ A la suite de la crise financière de 1929, le législateur américain a adopté deux lois majeures fondées sur le principe de transparence et qui constituent encore le cœur du droit financier américain : le *Securities Act* de 1933 relatif au marché primaire, puis le *Securities Exchange Act* de 1934 concernant le marché secondaire.

²⁴⁴ L'action doit, en effet, être en rapport avec l'achat ou la vente d'un titre. La Cour suprême a ainsi rejeté la possibilité d'une action en responsabilité pour les investisseurs qui ont simplement conservé leurs titres ou qui n'ont pas acheté ou vendu les titres pendant la période d'information défectueuse. V. *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975).

²⁴⁵ La règle 10b-5 de la SEC prévoit ainsi : « *Employment of manipulative and deceptive devices. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the 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 any security* ».

²⁴⁶ Ce droit d'action a été reconnu par les juridictions fédérales dès 1946 et consacré par la Cour suprême américaine en 1971 (*Superintendent of Ins. of N.Y. v. Bankers Life & Cas. Co.*, 404 U.S. 6 (1971)). V. également

champ d'application large puisque la règle s'applique, *ratione materiae*, à l'ensemble des informations communiquées et, *ratione personae*, à toute personne²⁴⁸ qui commet une fraude, c'est-à-dire soit délivre une information significative fautive soit omet une information significative. La jurisprudence a ainsi pu décrire la règle 10b-5 comme un dispositif « *attrape-tout* » en matière de fraude financière (« “*catch-all*” *antifraud device* »)²⁴⁹. En pratique, cette règle est utilisée quasi systématiquement dans les actions collectives boursières.

La mise en œuvre de la responsabilité civile sur le fondement de la règle 10b-5 requiert plusieurs éléments, inspirés du *tort* de fraude²⁵⁰ : la fraude (fautive information significative ou omission d'une information significative) ; l'intention frauduleuse (*scienter*)²⁵¹ ; la

la décision *Dura Pharms., Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 125 S. Ct. 1627 (2005), indiquant que l'action en responsabilité civile déduite par les juridictions de la règle 10b-5 ressemble mais n'est pas identique aux *torts* de *common law* de *deceit* et *misrepresentation*.

²⁴⁷ Le droit américain distingue, dans un système de relativité aquilienne, toute une série de *torts* issus de la *common law* et la responsabilité civile mise en œuvre en application de règles légales (*statutory rules*). Dans ce dernier cas, le droit à agir en responsabilité civile (*private right of action*) peut être prévu soit *a priori* par le législateur lui-même (on parle d'*express remedy* ou d'*express right of action*), soit *a posteriori* par le juge (on parle alors d'*implied remedy* ou d'*implied right of action*). En l'espèce, le *tort* de fraude est issu de la *common law*, alors que la règle 10b-5 est une *statutory rule* assortie d'un droit d'action en responsabilité civile créé par la jurisprudence (*implied right of action*). V., notamment, J.D. Gordon III, *Accorns and Oaks: Implied Rights of Action Under the Securities Acts*, 10 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 62, 65 (2004).

²⁴⁸ L'auteur de la faute peut être l'émetteur ou toute autre personne. Toutefois la Cour suprême a jugé en 1994 qu'il n'était pas possible de poursuivre des personnes qui n'auraient fourni qu'une simple aide (« *aiding and abetting* ») à l'auteur principal de la faute (*Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U.S. 164 (1994)). Tel peut être le cas, par exemple, d'un commissaire aux comptes. Une personne ne peut donc être poursuivie que si elle a commis la faute à titre principal. Cette jurisprudence a été confirmée par deux décisions postérieures de la Cour suprême : *Stoneridge Inv. Partners v. Scientific-Atlanta Inc.*, 552 U.S. 148 (2008), s'agissant d'auditeurs ; *Janus Capital Group, Inc. et al. v. First Derivative Traders*, 564 U.S. (2011), en matière de prospectus. Sur la décision dite « *Stoneridge* », v., notamment, R.A. Booth, *The Future of Securities Litigation*, 4 *J. Bus. & Tech. L.* 129 (2009).

²⁴⁹ *V. Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 226, 234-235 (1980).

²⁵⁰ Le *tort* de *fraud* (également dénommé *deceit* (tromperie)) ou plus récemment, *misrepresentation* (qui signifie « *fautive information* », ou plus largement « *présentation erronée, déformée des choses* », le verbe *misrepresent* signifiant « *dénaturer, déformer* ») constitue un délit civil de tromperie, qui s'applique essentiellement à des relations contractuelles, notamment de nature commerciale, dans lesquelles un des cocontractants a subi un préjudice pécuniaire du fait d'une information erronée donnée intentionnellement par l'autre partie. Il peut toutefois également s'appliquer en l'absence de contrat, cette solution ayant été affirmée dès 1789 par la décision *Pasley v. Freeman*, 1789 *WL* 248 (*K.B.* 1789). Plus précisément, il requiert, pour être caractérisé, différents éléments : une information fautive ou trompeuse (voire une omission, dans certaines circonstances) ; une intention de faire une fautive déclaration (*scienter*), voire l'intention d'influencer la décision de l'autre partie (*intent to cause reliance*) ; le fait que la victime se soit légitimement fondée sur la fautive information (*reliance*, cf. *infra*) ; et un préjudice en lien de causalité avec la fautive information. V., notamment, sur le *tort* de *misrepresentation and nondisclosure*, D.B. Dobbs, *The Law of Torts, Hornbook Series, West*, 2000, p. 1343 et s. ; W. Page Keeton, D.B. Dobbs, R.E. Keeton & D.G. Owen, *Prosser and Keeton On Torts, Hornbook Series, West*, 2004, 5^e éd., p. 725 et s. ; E.J. Kionka, *Torts in a nutshell, West*, 2010, 5^e éd., p. 512.

²⁵¹ Dans le *tort* de fraude, l'élément de *scienter* requiert que l'auteur ait agi en sachant que sa déclaration était fautive ou trompeuse. Toutefois, une faute lourde (*recklessness*), consistant soit dans la conscience de son ignorance sur la véracité de l'information soit dans une indifférence délibérée à cette véracité, est jugée équivalente à la *scienter*. V. *Derry v. Peek*, 1889 *WL* 10221 (*H.L.* 1889) : « *a false representation has been made (1) knowingly, or (2) without belief in its truth, or (3) recklessly, careless whether it be true or false* ». *Adde Ultramares Corp. v. Touche, Niven & Co.*, 174 *N.E.* 441 (*N.Y.* 1931) : « *fraud includes the pretense of knowledge when knowledge there is none* ». En cas de négligence, l'élément de *scienter* faisant défaut, c'est le *tort* de *negligence* qui devra être recherché, à moins que cette négligence constitue une faute lourde puisqu'elle

*reliance*²⁵² qui doit être légitime ; un préjudice pécuniaire (*economic* ou *financial loss*) ; et un lien de causalité entre la fraude et ce préjudice (*loss causation*). La difficulté principale pour un investisseur est d'établir l'existence de la faute, c'est-à-dire de la fraude, constituée par l'affirmation ou l'omission délibérée d'un fait significatif²⁵³ (*material misrepresentation or omission*), car il n'existe aucune présomption à cet égard²⁵⁴. En outre, la preuve de l'intention frauduleuse (*scienter*), définie par la jurisprudence comme l'« *intention de tromper, de manipuler ou de frauder* »²⁵⁵, doit être apportée²⁵⁶. Il en résulte que la simple négligence ne suffit pas²⁵⁷ ; cependant, comme dans le *tort* de fraude, l'équivalent d'une faute lourde (*recklessness*) est considéré comme suffisant. Enfin, à la suite de l'adoption par le Congrès du *Private Securities Litigation Reform Act* (dit « *PSLRA* ») en 1995²⁵⁸, les demandeurs doivent désormais indiquer de manière détaillée les faits laissant fortement supposer (*strong inference*²⁵⁹) que le défendeur a agi avec une intention frauduleuse²⁶⁰.

est alors jugée équivalente à l'élément de *scienter*. L'« *intent to cause reliance* » n'est pas nécessairement une intention de tromper (« *intent to deceive* ») puisque la faute lourde de négligence est jugée équivalente à la *scienter*, et encore moins une intention dolosive, c'est-à-dire de faire du tort – on peut donner intentionnellement une information fautive à une personne en pensant que ce sera pour son bien -, même si en pratique ce sera le plus souvent le cas.

²⁵² Parmi ces éléments, celui de *reliance* est au cœur du *tort* de fraude puisqu'il détermine, dans le système américain de relativité aquilienne, les personnes et intérêts protégés (v., notamment, J.C.P. Goldberg *et al.*, *The Place of Reliance in Fraud*, 48 *Ariz. L. Rev.* 1001 (2006)). Il y a *reliance* lorsque la victime s'est fondée sur la fautive information : l'information doit avoir été un facteur significatif et substantiel dans la décision qu'elle a prise. La *reliance*, dont il n'existe pas d'équivalent exact en français, peut ainsi être comprise comme une influence intellectuelle substantielle sur la décision préjudiciable de la victime. Elle comprend deux éléments, à la fois la croyance (*belief*) en l'information et l'utilisation par commission ou par omission de l'information (*acting or refraining from acting in response to that belief*), le second supposant le premier. La *reliance* n'a pas à être la cause unique du préjudice. Le demandeur n'a pas à s'être fondé uniquement sur la fautive information, et le simple fait qu'il ait mené une investigation indépendante ou ait pris en compte d'autres faits dans sa décision ne conduit pas à écarter la *reliance* et donc la réparation, étant donné que cette investigation ou ces faits ont pu ne pas être décisifs, déterminants à eux seuls. La question est donc de savoir si la victime a accordé une importance substantielle à l'information pour arriver à la décision qu'elle a prise. Elle revient traditionnellement au jury dans la procédure civile américaine.

²⁵³ La Cour suprême a considéré en 1976, pour l'application d'une autre disposition, qu'un fait avait un caractère significatif (*materiality*) s'il existait une probabilité substantielle qu'un investisseur raisonnable tienne ce fait comme important (*TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976)). La même solution a été énoncée en 1988 pour l'application de la règle 10b-5 (*Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988)). En pratique, les avocats considèrent qu'une information affectant 10 % ou plus des actifs, du chiffre d'affaires ou du bénéfice d'un émetteur est significative. En dessous de 5 %, elle est considérée comme non significative. Entre les deux, il existe une incertitude (v. P.H. Conac, art. préc.).

²⁵⁴ Cf. *infra* sur la présomption de *reliance* posée par la théorie de la fraude sur le marché.

²⁵⁵ *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976).

²⁵⁶ Pour rappel, en droit français, selon Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique*, par G. Cornu *et al.*, *op. cit.*, la « *fraude* » est, dans un sens général, un acte de mauvaise foi, une tromperie, un acte accompli dans le dessein de préjudicier à des droits que l'on doit respecter, ou bien la mauvaise foi, l'intention frauduleuse elle-même.

²⁵⁷ *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976).

²⁵⁸ Cf. *infra*.

²⁵⁹ Le Congrès a omis de définir la *strong inference*, ce qui a conduit à une division au sein des cours d'appel. La Cour suprême a tenté d'y mettre fin dans l'affaire dite « *Tellabs* » (*Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd.*, 551 U.S. 208 (2007)), en affirmant qu'« *une déduction de l'intention frauduleuse doit être plus que simplement*

108 - **Le contenu de la théorie de la fraude sur le marché.** La causalité pose deux exigences, au titre de la règle 10b-5 : la *transaction causation*, soit le lien de causalité entre la faute et la transaction, et qui correspond donc à la notion de *reliance* du *tort* de fraude²⁶¹ ; et la *loss causation*, soit le lien de causalité entre la faute et le préjudice²⁶². Le premier requiert la preuve que sans la faute, la transaction n'aurait pas été conclue²⁶³ (tout du moins pas dans les mêmes conditions) ; le second celle d'un lien causal entre la faute et le préjudice, c'est-à-dire un effet de la fraude sur la valeur des titres, afin d'éviter que l'auteur d'une fausse information ne devienne un assureur de toutes les conséquences négatives résultant de l'achat du titre sur le fondement de ladite information²⁶⁴. On retrouve, à peu de choses près, la *summa divisio* entre l'altération de la décision et l'altération du cours.

plausible ou raisonnable – elle doit être convaincante et s'imposer au moins autant que toute déduction contraire d'absence d'intention frauduleuse ». Et la Cour suprême de préciser : « *mais la force de la déduction ne peut pas être jugée dans le vide. La question est intrinsèquement de nature comparative : quelle est la probabilité qu'une conclusion, plutôt qu'une autre, découle des faits de l'espèce ?* ». Ainsi, les tribunaux de district doivent désormais, pour se prononcer sur l'existence d'une intention frauduleuse, prendre en compte, outre les arguments qui vont dans le sens de l'existence d'une intention frauduleuse, tous ceux qui vont dans le sens contraire. Certains auteurs ont pu faire remarquer que telle était déjà la pratique judiciaire (S.H. Rudman, *Securities Class Action Litigation, 'Tellabs' and SDNY: Plaintiff's Perspective*, 239 *N.Y.L.J.* 3 (2008)) ; J.R. Brown, *Tellabs v. Makor: The Supreme Court, the PSLRA, and the Predilections of Justice Alito, The Race to the Bottom*, 22 juin 2007, disponible sur Internet).

²⁶⁰ V. *Securities Exchange Act of 1934, section 21D(b)(2)(A)* : « (...) *the complaint shall, with respect to each act or omission alleged to violate this chapter, state with particularity facts giving rise to a strong inference that the defendant acted with the required state of mind* ».

²⁶¹ V. *The Fraud-on-the-Market Theory*, 95 *Harv. L. Rev.* 1143, 1144 (1981-1982) : « *this causation rationale derives from classic tort doctrine: the false representation must have played a material and substantial part in leading the plaintiff to adopt his particular course; and when he was unaware of it at the time that he acted, or it is clear that he was not in any way influenced by it, and would have done the same thing without it for other reasons, his loss is not attributed to the defendant.* (W. Prosser, *Handbook of the law of torts*, § 108, at 714, 4th ed. 1971) ».

²⁶² V., notamment, T.L. Hazen, *op. cit.*, n° 12.4 et 12.12.

²⁶³ *Lentell v. Merrill Lynch & Co.*, 396 *F.3d* 161, 172 (2d Cir. 2005) : « *transaction causation is akin to reliance, and requires only an allegation that 'but for the claimed misrepresentations or omissions, the plaintiff would not have entered into the detrimental securities transaction'* » (citant *Emergent Capital Inv. Mgmt., LLC v. Stonepath Group, Inc.*, 343 *F.3d* 189, 197 (2d Cir. 2003)).

²⁶⁴ La doctrine américaine relève généralement que la distinction entre *transaction causation* et *loss causation* s'apparente à la distinction générale opérée en *common law* entre la *cause-in-fact* (ou *but-for-cause*) et la *legal cause*. La notion de *cause-in-fact* regroupe l'ensemble des causes de fait nécessaires à la réalisation du dommage, c'est-à-dire celles sans lesquelles le dommage ne se serait pas produit (*sine qua non rule* ou *but for rule*). Elle correspond à la théorie de l'équivalence des conditions en droit français. La notion de *legal cause* ou *proximate cause* permet ensuite d'opérer un tri entre les causes nécessaires pour ne retenir que les causes suffisamment directes, proches du dommage, en se fondant généralement sur la prévisibilité. Limitation qui est opérée en droit français essentiellement par la théorie de la causalité adéquate, qui ne retient comme facteur du dommage que celui dont on peut raisonnablement estimer qu'il était de nature à le produire. La *transaction causation*, qui requiert la preuve que sans la faute la transaction n'aurait pas été conclue (du moins dans les mêmes conditions), s'apparente ainsi à la *cause in fact*. Elle ne représente toutefois pas la forme la plus stricte de la *but-for-cause*, puisqu'il est seulement exigé que les conditions de la transaction aient été substantiellement affectées par l'information défectueuse, et non pas que, sans elle, la transaction n'eût pas eu lieu : la transaction aurait pu avoir lieu mais à d'autres conditions. Le demandeur doit prouver ensuite la *loss causation*, qui s'apparente à la *proximate cause* et est ainsi relative à la preuve de l'étendue du préjudice (v. par exemple D.F. Ryan, *Yet Another Bough on the « Judicial Oak »: The Second Circuit Clarifies Inquiry Notice and Its Loss Causation Requirement under the PSLRA in Lentell v. Merrill Lynch & Co.*, 79 *St. John's L. Rev.* 485, 509

Ce cadre posé, la théorie de la fraude sur le marché s'énonce simplement : il s'agit d'une présomption de *reliance*, de *transaction causation* relativement à l'information publique défectueuse délivrée sur un marché secondaire ; en d'autres termes, lorsqu'une information est publique, l'investisseur est présumé s'être fondé sur celle-ci, y compris si elle est défectueuse. En instaurant cette présomption, la jurisprudence américaine a cherché à répondre à la difficulté de mise en œuvre de la responsabilité civile sur le marché secondaire en cas d'information publique défectueuse (c'est-à-dire en cas de « *fraude sur le marché* »). En effet, lorsque la fraude est commise sur le marché, et non pas envers une personne déterminée comme dans une transaction de gré à gré, parce que l'information n'est pas délivrée individuellement, mais publiquement, à tout le marché, la preuve que ladite information a altéré sa décision d'investissement, ne sera généralement pas apportée par l'investisseur, soit parce qu'elle n'a pas existé (il n'a pas été influencé dans sa décision), soit, quand bien même elle aurait existé, parce que cette preuve est quasiment impossible. Le droit américain a répondu à cette difficulté de preuve en utilisant une technique probatoire classique, consistant à poser une présomption, réfragable, d'altération de la décision de l'investisseur. La théorie de la fraude sur le marché est donc une théorie de la causalité dans le cadre de la responsabilité civile pour information publique défectueuse sur le marché secondaire²⁶⁵.

La présomption posée, le droit américain ne s'est pourtant pas dirigé, loin s'en faut, vers une réparation des conséquences de l'altération de la décision. D'une part, la présomption étant quasiment irréfutable, le débat sur l'altération de la décision a de fait disparu ; d'autre part, les tribunaux ont pour l'essentiel opté pour la réparation directe d'une altération du cours. Ainsi, le droit américain, s'il adopte de prime abord une présomption d'altération de la décision (**Section I**), répare essentiellement une altération du cours (**Section II**).

(2005) : « *loss causation, the far more subtle stepchild of causation, is arguably analogous to the tort concept of proximate or legal causation* »).

²⁶⁵ *Arduni/Messina Partnership v. National Medical Financial Services Corp.*, 74 F. Supp. 2d 352, 360 (S.D.N.Y. 1999) : « *plaintiffs may satisfy the element of transaction causation by pleading either direct reliance on misrepresentations or omissions, or indirect reliance through an allegation of 'fraud on the market'* ».

Section I - **La présomption d'une altération de la décision**

109 - **Une présomption d'altération de la décision.** Comment prouver qu'un investisseur, qui bien souvent n'en a même pas eu connaissance, s'est fondé sur une information publique pour prendre une décision d'investissement ? Et surtout, comment procéduralement permettre une action collective si la décision de chaque investisseur doit être examinée individuellement ? Le droit américain a apporté une réponse permettant de concilier différents impératifs. La théorie de la fraude sur le marché a ainsi pris essentiellement en jurisprudence la forme d'une présomption d'influence intellectuelle ou d'altération de la décision : il convient d'en décrire la consécration (**Paragraphe 1**), et d'en expliciter la justification (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - **La consécration de la théorie de la fraude sur le marché**

110 - **Considérations liminaires. La construction de la théorie de la fraude sur le marché.** Dans un article de référence²⁶⁶, Mme Barbara Black explicite le contexte historique dans lequel s'est développée initialement la théorie de la fraude sur le marché en droit américain. Elle explique ainsi que tant que les tribunaux n'ont appliqué la règle 10b-5 qu'à des transactions de gré à gré, les exigences classiques de *reliance* et de causalité du *tort* de fraude étaient appropriées et ne s'avéraient pas excessivement lourdes ; les choses changèrent, en revanche, lorsque la jurisprudence décida que le champ de cette règle couvrait également l'information publique²⁶⁷. Elle ajoute qu'en outre, d'un point de vue procédural, la réforme en 1966 du régime de l'action collective, destinée à ouvrir davantage cette action²⁶⁸, amena de nombreux

²⁶⁶ B. Black, *Fraud on the Market: A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions*, 62 *N.C. L. Rev.* 435 (1984).

²⁶⁷ Ce changement date de la décision *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 *F.2d* 833 (2d Cir. 1968).

²⁶⁸ La modification de l'article 23 du *Federal Rules of Civil Procedure* écarta la catégorisation des actions collectives en fonction de la nature abstraite des droits concernés et fournit à la place une classification plus pratique et plus fonctionnelle. Pour qu'une action collective soit recevable, elle doit aujourd'hui satisfaire aux conditions de la règle 23(a) : *numerosity*, *common questions of law or fact*, *typicality of claims*, et *fair and adequate protection of the interests of the class*, ainsi qu'à l'une des trois conditions de la règle 23(b) (en général, celle de la règle 23(b)(3) : « *questions of law or fact common to the members of the class predominate over any questions affecting only individual members, and that a class action is superior to other available methods for the fair and efficient adjudication of the controversy* »). La réforme a également donné un pouvoir plus grand aux tribunaux en termes de supervision des actions collectives. Pour plus de détails sur le fonctionnement des actions collectives aux États-Unis, v. l'article très synthétique de J.C. Alexander, *An Introduction to Class Action Procedure in the United States*, in colloque *Debates over Group Litigation in Comparative Perspective*, Genève, 21-22 juill. 2000. Adde F. Laroche-Gisserot, *Les class actions américaines*, LPA, 10 juin 2005, n° 115, p. 7 ; P. Servan-Schreiber et O. Boulon, *Le contentieux boursier né de la crise financière en France et aux États-Unis*, RTDF, 1/2009, p. 7, in colloque *L'actualité du droit financier sur fond de crise*, Paris, 7 avr. 2009.

tribunaux à considérer qu'une telle action pouvait désormais être utilisée en cas de délivrance d'information publique fautive sur un marché ouvert, afin de réparer les préjudices faibles. Les défendeurs, poursuit-elle, ont tenté de résister en faisant valoir que les questions communes ne pouvaient prévaloir compte tenu de l'exigence de *common law* de *reliance* ; certains tribunaux les ont suivis, mais d'autres, soucieux de l'effectivité de la responsabilité civile, ont, dès la fin des années 1960, cherché à assouplir voire à éliminer l'exigence de *reliance* pour permettre aux actions collectives de prospérer. Ces tribunaux, prenant acte de la nécessité de distinguer la notion de *reliance* pour les transactions de gré à gré et pour les transactions sur un marché ouvert, ont ainsi adopté, dans ce dernier cas, une conception non plus subjective, mais objective de la *reliance*, en la définissant par rapport au caractère significatif de l'information, celle-ci valant ou faisant présumer la *reliance*. Cette théorie a pris le nom de « *théorie de la fraude sur le marché* ». Avec cette nouvelle approche objective, la *reliance* devenait commune à tous les investisseurs, ce qui permettait aux tribunaux de ne pas avoir à examiner l'intention subjective de chaque investisseur (dans sa décision vis-à-vis du titre concerné), et rendait ainsi possible une action collective. Mme Barbara Black précise que la construction de cette nouvelle notion a été progressive puisqu'elle a d'abord été appliquée aux cas spécifiques de l'omission (de révéler une information significative)²⁶⁹ ou d'une manipulation de cours par un stratagème ou un mécanisme frauduleux (*fraudulent scheme*)²⁷⁰, puis enfin à celui de la diffusion positive d'une fautive information. En outre, si cette nouvelle théorie a généralement pris la forme d'une présomption de *reliance* réfragable à partir du constat du caractère significatif d'une information, certaines décisions ont semblé considérer que dans un tel cas la *reliance* était purement et simplement supprimée²⁷¹, mais cette position est restée minoritaire²⁷².

La doctrine a, par ailleurs, accompagné le mouvement jurisprudentiel et, à vrai dire, l'a même précédé. Ainsi, dès 1931, le professeur Adolph Berle, sans doute conscient de la spécificité

²⁶⁹ La solution a été posée par la Cour suprême dès 1972 dans la décision *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128 (1972). Certes, cette affaire concernait essentiellement des transactions de gré à gré conclues entre acheteurs et vendeurs dans des circonstances très originales, mais elle a été largement interprétée comme supprimant la preuve de la *reliance* dans les cas d'omission pour des transactions sur un marché ouvert. A la suite, les tribunaux ont ainsi édicté une présomption de *reliance* dans des cas d'omission, déplaçant le fardeau de la preuve sur le défendeur, tenu alors d'établir l'absence de *reliance* (*non-reliance*).

²⁷⁰ V., notamment, *Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.*, 507 F.2d 374 (2d Cir. 1974).

²⁷¹ Tel est le cas notamment en 1975 de la décision *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975).

²⁷² La majorité des tribunaux a interprété la décision *Blackie v. Barrack* comme instaurant simplement une présomption réfragable de *reliance* à partir du caractère significatif de l'information.

d'une information qui par son caractère public pouvait avoir une influence sur le marché, affirma que lorsqu'une fausse information avait entraîné une fausse évaluation par le marché dans son ensemble et que l'acheteur s'était fondé sur l'état du marché, il devait pouvoir être indemnisé, ce qui constitue une des premières expressions de la théorie de la fraude sur le marché²⁷³. En outre, de manière générale, l'émergence de la théorie n'a été rendue possible que par l'admission par les économistes de la théorie de l'efficience des marchés²⁷⁴, selon laquelle l'information publiquement disponible sur une société, qu'elle soit vraie ou fausse, est rapidement absorbée par le marché et a un impact immédiat sur le cours de bourse. Le professeur Daniel Fischel a, à cet égard, joué un rôle décisif en plaidant avec force en faveur de la prise en compte par le droit de la théorie de l'efficience des marchés²⁷⁵.

111 - **La consécration de la théorie.** En 1988, dans un arrêt de principe *Basic v. Levinson*²⁷⁶, la Cour suprême des Etats-Unis elle-même a, enfin, pleinement consacré la théorie de la fraude sur le marché. Elle commence par confirmer le maintien de l'exigence de *reliance* dans le cas spécifique d'une information publique défectueuse. Elle rappelle en effet que l'exigence de

²⁷³ A.A. Berle, *Liability for Stock Market Manipulation*, 31 *Colum. L. Rev.* 264, 269 (1931). Adde J.W. Moore & F.M. Wiseman, *Market Manipulation and the Exchange Act*, 2 *U. Chi. L. Rev.* (1934).

²⁷⁴ V., notamment, E.F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 *J. Fin.* 383 (1970); *Efficient Capital Markets II*, 46 *J. Fin.* 1575 (1991); R.J. Gilson & R.H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 *Va. L. Rev.* 549-50 (1984).

²⁷⁵ Cf. *infra*.

²⁷⁶ *Basic Inc. v. Levinson*, 485 *U.S.* 224 (1988). Les faits étaient les suivants. En décembre 1978, les sociétés Combustion Engineering, Inc. (Combustion) et Basic Incorporated (Basic) ont conclu un accord de fusion. Durant les deux années précédentes, les représentants des deux sociétés s'étaient rencontrés et avaient échangé à plusieurs reprises à propos d'une éventuelle fusion. Pourtant, au cours de cette même période, la société Basic, qui avait vu son action faire l'objet d'échanges boursiers importants, avait émis auprès du public trois communiqués dans lesquels elle niait l'existence de négociations en vue d'une fusion et indiquait ne pas avoir connaissance d'une quelconque évolution de l'entreprise pouvant expliquer les mouvements boursiers. Les demandeurs, d'anciens actionnaires de Basic ayant vendu leurs actions entre le premier communiqué et la suspension de la cotation de l'action survenue juste avant l'annonce de la fusion, avaient engagé une action collective à l'encontre de la société Basic et de certains de ses dirigeants. Ils faisaient valoir que les communiqués émis étaient faux ou trompeurs, en violation de la section 10(b) du *Securities Exchange Act* de 1934 et de la règle 10b-5 de la *SEC*, et qu'ils avaient subi un préjudice en vendant leurs actions à des prix rendus artificiellement bas par ces communiqués. En première instance, le tribunal de district adopta une présomption de *reliance*, c'est-à-dire d'altération de la décision des demandeurs par les communiqués mensongers émis, ce qui lui permit de conclure que les questions communes en droit et en fait prédominaient sur les questions individuelles particulières à chaque demandeur, et en conséquence de certifier la classe. Il rejeta toutefois leur action sur le fond considérant que les informations mensongères n'étaient pas significatives dans la mesure où ces négociations n'étaient pas destinées, selon une certitude raisonnable, à donner lieu à un accord de principe sur une fusion. En appel, la Cour d'appel du sixième circuit confirma la certification de la classe, en considérant, comme en première instance, que, selon la théorie de la fraude sur le marché, la *reliance* pouvait être présumée et qu'en conséquence, les problèmes communs prédominaient sur les questions particulières à chaque demandeur individuel. Elle observa d'ailleurs que sans cette présomption de *reliance*, toute certification d'une classe de demandeurs serait impossible. Elle infirma, en revanche, le jugement sur le fond et renvoya l'affaire. En effet, elle estima au contraire, relativement au caractère significatif de l'information, qu'une fois que des déclarations niant l'existence de pourparlers avaient été faites, devenaient alors significatifs même des pourparlers qui ne l'auraient pourtant pas été sans ces déclarations.

reliance est un élément de l'action en responsabilité civile exercée au titre de la règle 10b-5, celle-ci ayant été créée par la jurisprudence sur le modèle du *tort* de fraude, dont l'élément central est précisément la *reliance* ; elle ajoute que, comme dans le *tort* de fraude, la causalité entre l'information mensongère et la décision litigieuse prend ainsi, au regard de la règle 10b-5, une forme spécifique : la *reliance*. Elle restreint toutefois la portée du maintien de cette exigence en affirmant aussitôt qu'il n'existe pas qu'un seul moyen de démontrer la *reliance*. Constatant en effet que la preuve de la *reliance* constitue une preuve impossible en matière d'information publique défectueuse et qu'elle empêcherait, en tout état de cause, toute action collective en droit américain²⁷⁷, elle consacre alors la théorie de la fraude sur le marché en validant la présomption de *reliance* dégagée par les juridictions inférieures en matière d'information publique défectueuse²⁷⁸. La théorie peut ainsi être énoncée de la façon suivante : sur un marché anonyme, les informations publiques, y compris celles qui sont défectueuses, sont présumées exercer une influence sur la décision des investisseurs à travers le cours de bourse supposé refléter lesdites informations. Il s'agit d'une influence intellectuelle non plus directe, c'est-à-dire exercée directement sur la décision de l'investisseur de par sa connaissance de l'information, mais indirecte, c'est-à-dire exercée indirectement à travers le cours de bourse fixé par le marché, peu important que l'investisseur ait ou non connaissance de l'information.

Il faut préciser à la fois le fondement (A) et la nature (B) de la présomption posée.

²⁷⁷ Dans leur demande, les investisseurs alléguaient que sur la foi des communiqués mensongers, ils avaient vendu leurs actions dans un marché atone créé par les défendeurs. La preuve individuelle de la *reliance* par chaque investisseur aurait rendu l'action collective impossible parce que les questions individuelles auraient été plus importantes que les questions communes. Pour le tribunal de district, la présomption de *reliance* créée par la théorie de la fraude sur le marché permet ainsi en pratique d'assurer un équilibre entre l'exigence substantielle de preuve de la *reliance* en matière financière et l'exigence procédurale posée par la règle 23 du *Federal Rule of Civil Procedure* (art. 23(a)(2) et (b)(3)). Le tribunal de district en conclut que, pour chaque communiqué et son impact sur le marché des actions Basic, les questions communes prévalaient sur les questions individuelles. Les défendeurs faisaient valoir, pour leur part, que la théorie de la fraude sur le marché élimine de fait l'exigence de preuve de la *reliance*, alors que celle-ci est depuis longtemps un élément de la fraude en *common law*.

²⁷⁸ Pour remédier aux difficultés probatoires, la Cour suprême valide l'utilisation par les juridictions des degrés inférieurs d'un outil classique du droit de la preuve, mis en œuvre notamment lorsque la preuve est impossible ou particulièrement ardue : la présomption, qui est en effet un mode de raisonnement juridique consistant à déduire un fait inconnu d'un fait connu. J.-L. Bergel, *Théorie générale du droit*, Dalloz, coll. Méthodes du droit, 2012, 5^e éd., n° 272 et s., écrit ainsi de manière plus générale : « l'établissement des faits, s'il tend à découvrir la réalité à laquelle doit s'appliquer la règle de droit, est encadré par le système juridique qui, pour tenir compte de nécessités ou d'impossibilités matérielles, d'autres principes touchant au fond du droit, de considérations de politiques juridiques, d'exigences purement techniques..., déforme parfois l'image de la réalité. Ces divers "facteurs de distanciation" sont encore amplifiés parce que la saisie du fait par le droit suppose qu'une fois les faits établis et leur description accomplie, ils reçoivent une qualification juridique ».

A - Le fondement de la présomption

112 - **Le double fondement de la présomption d'altération de la décision.** Citons un extrait de la décision de la Cour suprême qui résume le fondement de la théorie qu'elle adopte : « *the courts below properly applied a presumption of reliance, supported in part by the fraud-on-the-market theory, instead of requiring each plaintiff to show direct reliance on Basic's statements. Such a presumption relieves the Rule 10b-5 plaintiff of an unrealistic evidentiary burden, and is consistent with, and supportive of, the Act's policy of requiring full disclosure and fostering reliance on market integrity. The presumption is also supported by common sense and probability: an investor who trades stock at the price set by an impersonal market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in the market price, an investor's reliance on any public material misrepresentations may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action* ».

Ainsi, pour la Cour suprême, un investisseur qui échange des actions au prix fixé par un marché anonyme le fait, selon le bon sens et la probabilité, en ayant confiance²⁷⁹ dans l'intégrité de ce prix, c'est-à-dire en le tenant pour intègre ; or, la plupart des informations publiques sont reflétées dans le prix fixé par le marché. Il en résulte, selon elle, que l'influence intellectuelle de toute information publique sur la décision de l'investisseur (*reliance*) peut être présumée²⁸⁰. Le raisonnement est fort simple : puisque l'investisseur tient le cours de bourse, qui reflète la plupart des informations publiques, pour intègre, alors il peut être présumé utiliser, se fonder sur ces informations publiques. Le syllogisme est le suivant : l'investisseur se fonde le cours de bourse ; or celui-ci reflète l'information publique ; donc indirectement l'investisseur se fonde sur l'information publique. Ainsi, la présomption d'altération de la décision repose elle-même sur un double fondement, et plus précisément

²⁷⁹ La Cour suprême utilise également le terme « *reliance* », dans l'expression « *in reliance of* », mais elle le fait apparemment ici dans le sens plus générique de « *confiance* », s'agissant de l'intégrité du cours de bourse, et non dans le sens précis de l'utilisation par une personne d'une information dans sa prise de décision. L'expression « *in reliance of* » signifie toutefois généralement « *sur la foi de* », « *en se fondant sur* ». Cf. *infra*.

²⁸⁰ La Cour suprême cite notamment un arrêt de la Cour d'appel du deuxième circuit ayant appliqué la théorie de la fraude sur le marché (*Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154, 1160-1161 (CA3 1986)). Selon cet arrêt, la théorie de la fraude sur le marché est fondée sur l'hypothèse selon laquelle, sur un marché ouvert et développé, le cours d'une action est déterminé par l'information significative disponible relativement à l'émetteur et à son activité. Les informations publiques mensongères vont donc avoir pour effet de tromper les acheteurs d'actions même s'ils ne se fondent pas directement sur ces informations, et le lien de causalité entre la fraude et l'achat existe tout autant dans cette situation que dans un cas de *reliance* directe, c'est-à-dire dans un cas où les informations mensongères influencent directement la décision de l'investisseur.

une double présomption, puisque chacune des prémisses n'est seulement que présumée : une première présomption, portant sur l'investisseur, d'influence intellectuelle par le cours de bourse (1) ; une seconde présomption, portant sur le marché, d'efficacité (2).

1 - La présomption d'influence intellectuelle par le cours de bourse

113 - **Une présomption de *reliance* atténuée, elle-même fondée sur une présomption de confiance.** La première présomption sur laquelle vient s'appuyer la théorie de la fraude sur le marché est déjà une présomption de *reliance* mais que l'on pourrait qualifier d'« *atténuée* » dans la mesure où elle ne porte pas directement sur l'information, mais sur le cours de bourse. En d'autres termes, l'investisseur est présumé fonder sa décision d'investissement sur le cours de bourse. A vrai dire, l'exposé par la Cour suprême de ce premier fondement n'est pas, de prime abord, complètement limpide ni pleinement satisfaisant d'un point de vue conceptuel. La Cour suprême écrit ainsi : « *the presumption is also supported by common sense and probability: an investor who trades stock at the price set by an impersonal market does so in reliance on the integrity of that price* ». Qu'entend-elle exactement dans cette phrase par « *reliance* » ? Le terme est en effet polysémique, pouvant signifier à la fois un état d'esprit général, la confiance, et le fait plus précis de s'être fondé sur une information, comme dans le *tort* de fraude.

Ici, pour être plus précis, la *reliance* s'exerce par rapport à l'intégrité du cours de bourse, et non par rapport au cours de bourse lui-même. Or, autant cela a un sens d'avoir confiance dans l'intégrité du cours de bourse, autant l'on voit mal comment la décision d'un investisseur peut être déterminée par l'intégrité du cours elle-même ; il en serait autrement si la cour avait visé le cours de bourse et non son intégrité. Le sens de confiance pourrait ainsi être privilégié. Il est toutefois improbable que la cour ait ici complètement abandonné la notion précise de *reliance* dans la mesure où celle-ci est au cœur de sa décision. Ce que la Cour suprême veut sans doute dire, par cette formule elliptique, c'est que, sur un marché boursier, l'investisseur, dans la mesure où il est présumé avoir confiance dans l'intégrité du cours de bourse, peut être également présumé avoir fondé sa décision d'investissement sur ce cours. Cette première présomption semble donc être une présomption d'influence intellectuelle par le cours de bourse qui elle-même repose sur une présomption de confiance de l'investisseur. La suite de la décision, décrivant la spécificité du mécanisme décisionnel sur un marché boursier, le confirme.

En effet, la Cour suprême explicite ensuite comment l'existence d'un marché efficient vient modifier radicalement la notion classique de *reliance* issue du *tort* de fraude. Elle explique en effet que les marchés de titres modernes, dans lesquels des millions d'actions changent de main chaque jour, se distinguent nettement des transactions de gré à gré pour lesquelles la notion de fraude a été originellement pensée²⁸¹, et que la façon dont est appréhendée la notion de *reliance* doit en tenir compte²⁸². Elle analyse et rend compte de cette différence en termes d'évaluation, plus précisément au regard du mode et de l'agent de l'évaluation : dans les transactions de gré à gré, l'existence d'une influence intellectuelle exercée par l'information sur la décision de l'investisseur revient à l'évaluation subjective de cette information par l'investisseur en question ; en revanche, sur un marché, celui-ci transmet, en quelque sorte, l'information à l'investisseur sous la forme du cours de bourse. Ainsi, poursuit-elle, le marché réalise une part substantielle du processus d'évaluation, effectué par l'investisseur lui-même dans une transaction de gré à gré, et agit en fait comme un « *agent bénévole* » de celui-ci en l'informant que, compte tenu de l'ensemble de l'information disponible, le cours de bourse reflète bien la valeur de l'action²⁸³. Cela confirme que pour la Cour suprême, l'investisseur, du fait de sa confiance, est présumé se fonder sur le cours de bourse.

114 - **La teneur de la présomption de confiance.** La description du mécanisme décisionnel sur un marché boursier éclaire aussi sur la teneur précise de la confiance dans l'intégrité du cours de bourse que vise la Cour suprême. Cette notion d'intégrité²⁸⁴ du cours, renvoie d'abord à l'intégrité du marché, c'est-à-dire plus précisément à l'honnêteté des acteurs du marché. M. Thierry Bonneau et Mme France Drummond écrivent ainsi : « *de la qualité de l'information*

²⁸¹ Les premières décisions de jurisprudence en matière de fraude concernaient des transactions de gré à gré. La Cour suprême cite *W. Keeton, D. Dobbs, R. Keeton, & D. Owen, Prosser and Keeton on Law of Torts 726 (5th ed. 1984)* : « *the reasons for the separate development of (the tort action for misrepresentation and nondisclosure), and for its peculiar limitations, are in part historical, and in part connected with the fact that the great majority of the cases which have come before the courts the misrepresentations have been made in the course of a bargaining transaction between the parties. Consequently the action has been colored to a considerable extent by the ethics of bargaining between distrustful adversaries* ».

²⁸² La Cour suprême rappelle sa jurisprudence, selon laquelle les actions engagées sur le fondement de la règle 10b-5 se distinguent de celles menées sur le fondement du *tort* de *common law* de *deceit* et de *misrepresentation* (v. *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723, 744-745 (1975)*) et sont notamment conçues pour donner plus de protections à l'investisseur que celles prévues par la *common law* (v. *Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U.S. 375, 388-389 (1983)*).

²⁸³ La Cour suprême cite ici un tribunal de district dans l'affaire « *LTV Securities Litigation* » : « *the market is acting as the unpaid agent of the investor, informing him that given all the information available to it, the value of the stock is worth the market price* » (*LTV Securities Litigation, 88 F. R. D. 134, 143 (ND Tex. 1980)*).

²⁸⁴ Selon le dictionnaire Larousse, l'intégrité est notamment « *la qualité de quelqu'un, de son comportement, d'une institution qui est intègre, honnête* » (par exemple, l'intégrité d'un juge). Le terme « *integrity* » a une signification identique en anglais.

dépend naturellement l'intégrité des marchés. Celle-ci suppose la régularité des opérations qui postule que des personnes ne tirent pas avantage d'une information dont elles connaissent la fausseté ou dont elles sont les seules à disposer. C'est la raison pour laquelle est sanctionné un certain nombre de comportements au travers de quelques infractions que sont en particulier les délits de fausse information et les manquements à la bonne information du public ainsi que les délits et manquements d'initiés »²⁸⁵. En d'autres termes, si le comportement des acteurs du marché est intègre, honnête, non trompeur, alors le marché n'est pas manipulé et le cours fixé par le marché n'est pas frauduleusement déformé ; il est lui-même exempt de manipulation. Il s'agit donc, en première analyse, d'une présomption de confiance de l'investisseur en l'absence de manipulation, et donc d'altération du cours par la fraude. Mais, cette confiance dans l'intégrité du cours de bourse est plus large et vise, au-delà de la seule honnêteté des acteurs, l'efficacité du marché²⁸⁶. En effet, si pour la Cour suprême, l'investisseur peut être présumé avoir fondé sa décision sur le cours bourse c'est parce qu'il est d'abord présumé tenir le marché non seulement comme exempt de fraude, mais également, plus largement, comme efficace, dans la mesure où c'est le marché qui lui sert d'agent d'évaluation²⁸⁷. La présomption de confiance semble donc être plus largement une présomption de confiance dans l'absence de fraude et l'efficacité du marché.

115 - **Synthèse.** En résumé, la première présomption soutenant la théorie de la fraude sur le marché est une présomption d'influence intellectuelle atténuée, c'est-à-dire exercée non par

²⁸⁵ V. Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 24, considérant l'intégrité comme l'un des principes directeurs du droit des marchés financiers. V. également N. Spitz, *op. cit.*, n° 59, faisant le lien entre intégrité et confiance : « de manière générale, le bon fonctionnement de la Bourse repose sur un principe d'intégrité, c'est-à-dire l'assurance donnée aux investisseurs de la régularité de leurs opérations de négociation. La confiance des investisseurs dans la Bourse suppose, en effet, qu'ils soient convaincus que le marché financier fonctionne de manière intègre, les comportements frauduleux étant réprimés. A ce titre, le principe de transparence concourt à l'intégrité du marché boursier ».

²⁸⁶ Dans une acception large, est intègre ce qui n'a été privé d'aucune de ses parties, ce qui est entier. Cela pourrait renvoyer à la capacité du marché à refléter l'ensemble des informations publiques, c'est-à-dire son efficacité... On pourrait d'ailleurs se contenter d'une présomption de confiance dans l'efficacité du marché puisque, si le marché n'est pas intègre, il ne peut être efficace. L'efficacité suppose nécessairement l'intégrité, la réciproque n'étant pas vraie. En effet, selon le dictionnaire Larousse, l'intégrité est également « l'état de quelque chose qui a toutes ses parties, qui n'a subi aucune diminution, aucun retranchement » (par exemple, l'intégrité du territoire, d'une œuvre), ou « l'état de quelque chose qui a conservé sans altération ses qualités, son état originels » (par exemple, conserver l'intégrité de ses facultés intellectuelles malgré l'âge). Le terme anglais « integrity » couvre également ces définitions.

²⁸⁷ La Cour suprême cite également deux autres décisions qui viennent confirmer cette interprétation : *Peil v. Speiser*, 806 F.2d, 1161 (« in an open and developed market, the dissemination of material misrepresentations or withholding of material information typically affects the price of the stock, and purchasers generally rely on the price of the stock as a reflection of its value ») ; *Blackie (485 U.S. 224, 245) v. Barrack*, 524 F.2d 891, 908 (CA9 1975) (« the same causal nexus can be adequately established indirectly, by proof of materiality coupled with the common sense that a stock purchaser does not ordinarily seek to purchase a loss in the form of artificially inflated stock »), cert. denied, 429 U.S. 816 (1976).

l'information mais par le cours de bourse, qui repose elle-même sur une présomption de confiance de l'investisseur dans l'absence de fraude et l'efficacité du marché. Elle porte donc sur deux éléments subjectifs relatifs à l'investisseur, l'un découlant de l'autre : le mécanisme de sa décision – il tient compte du cours de bourse lorsqu'il agit sur un marché boursier – et un état d'esprit général, la confiance dans le marché qui explique ce mécanisme – c'est parce qu'il a confiance dans l'absence de fraude et l'efficacité du marché que l'investisseur tient compte du cours de bourse lorsqu'il agit sur un marché boursier. La seconde présomption a trait directement à l'existence de cette efficacité.

2 - La présomption d'efficacité du cours de bourse

- 116 - **La seconde présomption relative au marché : l'efficacité du marché.** La seconde présomption fondant la théorie de la fraude sur le marché s'énonce très simplement : les informations publiques sont présumées se refléter dans le prix fixé par le marché ; le cours est présumé efficace. Elle porte donc cette fois non plus un élément subjectif, mais un élément objectif, une caractéristique du marché financier – l'efficacité. Elle renvoie ainsi directement à la théorie économique de l'efficacité des marchés, sur laquelle la Cour suprême s'appuie d'ailleurs expressément. Il faut remarquer toutefois que la Cour suprême n'exige pas une efficacité générale du marché, mais une efficacité particulière, au regard de l'information publique défectueuse concernée.
- 117 - **Synthèse.** Si l'on reprend la totalité du raisonnement, la théorie de la fraude sur le marché s'énonce de la façon suivante : l'investisseur, parce qu'il est présumé confiant dans l'absence de fraude et l'efficacité du marché, est présumé fonder ses décisions d'investissement sur le cours de bourse ; or, le cours de bourse est présumé refléter l'information publique, y compris défectueuse ; donc l'investisseur est présumé indirectement fonder sa décision d'investissement sur cette information publique défectueuse. En d'autres termes, si les investisseurs ne sont pas en relation individuelle avec l'auteur de la fausse information, celle-ci leur est en quelque sorte transmise par le marché à travers le cours de bourse qu'ils tiennent pour un indicateur de la véritable valeur. Ainsi, pour que la théorie de la fraude sur le marché fonctionne, encore faut-il que le marché soit efficace, mais également que l'investisseur le tienne comme tel. Conceptuellement, la Cour suprême opère, sur un marché boursier, dès lors qu'il est efficace, une substitution : elle présume, et de fait remplace, la notion classique de *reliance* par une autre, atténuée ou indirecte dans la mesure où elle est exercée non par

l'information elle-même, mais par le cours de bourse, et qui repose en dernière analyse sur la confiance de l'investisseur dans la régularité et l'efficacité du marché. Ces différents éléments étant tous présumés, qu'ils soient de nature subjective (état d'esprit et processus décisionnel de l'investisseur) ou objective (efficacité du marché), l'exigence probatoire est, par conséquent, considérablement réduite.

B - La nature de la présomption

118 - **La nature réfragable de la présomption.** La Cour suprême précise la nature de la présomption de *reliance* qu'elle crée ; il s'agit d'une présomption réfragable qui peut être renversée par le défendeur s'il parvient à démontrer soit que le demandeur n'a pas agi en bourse en croyant à l'intégrité du prix fixé par le marché, soit que le prix n'a pas été affecté par les informations mensongères qu'il a diffusées. La Cour suprême l'exprime très clairement en disant que toute preuve qui vient rompre le lien entre l'information et soit le prix reçu (ou payé) par le demandeur, soit la décision de celui-ci de réaliser la transaction à un cours de bourse équitable, suffit à renverser la présomption de *reliance*. Cela revient, logiquement d'ailleurs, à dire que la présomption finale de *reliance* peut être renversée si l'une des deux présomptions sous-jacentes peut elle-même l'être, c'est-à-dire soit *in fine* la présomption de confiance (1), soit la présomption d'efficacité (2).

1 - Le renversement de la présomption de confiance

119 - **Les hypothèses de renversement de la présomption de confiance.** La présomption de *reliance* peut d'abord être renversée par le défendeur qui parvient à renverser la première présomption d'influence intellectuelle par le cours de bourse, ce qui revient *in fine* à renverser la présomption de confiance dans le marché. La Cour suprême en donne deux exemples : celui de l'investisseur qui n'avait pas confiance en l'intégrité du marché parce qu'il tenait précisément l'information pour mensongère – tel est le cas de l'investisseur qui aurait tenu les communiqués de la société Basic pour mensongers parce qu'il avait de fait compris que des négociations en vue d'une fusion étaient bien en cours et que donc le cours de bourse était sous-évalué, mais a vendu pour d'autres raisons ; celui de l'investisseur qui aurait, en tout état de cause, réalisé la transaction même s'il avait eu connaissance du caractère mensonger de l'information. Cette analyse paraît logique : la présomption de confiance peut naturellement

être renversée si l'investisseur a réalisé des transactions sur le marché soit en ne croyant pas à l'intégrité du marché soit en étant simplement indifférent à cette intégrité. Dans les deux cas, en effet, l'investisseur ne peut bien évidemment pas être présumé avoir confiance dans l'intégrité du marché puisque dans le premier cas, il pense précisément que le marché est manipulé et, dans le deuxième cas, cette intégrité l'indiffère.

Ainsi, dans ces situations dans lesquelles soit la manipulation du marché était connue de l'investisseur soit la question de l'intégrité du marché était indifférente à l'investisseur, la présomption de confiance dans l'intégrité du marché ne peut évidemment pas être le support de la présomption de *reliance* atténuée, puisque précisément, cette confiance n'ayant pas existé, l'investisseur ne peut être présumé avoir fondé sa décision d'investissement sur un cours de bourse qu'il ne tenait pas pour intègre. Partant, la présomption finale de *reliance* ne peut être présumée.

2 - Le renversement de la présomption d'efficience

120 - **Les hypothèses de renversement de la présomption d'efficience.** La présomption d'influence intellectuelle peut également être renversée si le défendeur parvient à renverser au cas particulier la présomption d'efficience du marché, c'est-à-dire à montrer que l'information défectueuse en question n'a pas été reflétée dans le cours, et donc n'a pas conduit à sa déformation. La Cour suprême donne deux exemples : si, en l'espèce, les teneurs de marché (*market makers*) avaient connaissance de la réalité des négociations entre Basic et Combustion, ce dont il aurait résulté que l'information mensongère ne pouvait avoir un effet sur le cours de bourse, le lien de causalité aurait été rompu car la fraude n'aurait, de toute évidence, pas pu être transmise à travers le cours de bourse ; si, en dépit de la fraude, l'information relative aux négociations est parvenue au marché de manière crédible et a dissipé les effets de l'information mensongère. C'est sur le marché, et non plus sur l'investisseur particulier, que se porte ici l'attention de la cour : s'il a eu connaissance d'une manière ou d'une autre de la vérité de manière anticipée, la présomption ne peut jouer.

Que penser de ces exemples ? On avouera une certaine surprise. Ils ne paraissent, en effet, tout simplement pas appropriés puisqu'ils ne remettent pas en cause l'efficience du marché, mais au contraire la confirment : ce n'est pas que l'information défectueuse n'est pas reflétée par le cours de bourse, mais c'est que la vérité est déjà parvenue d'une manière ou d'une autre

au marché, ce qui montre au contraire son efficacité. Dans les exemples choisis par la Cour, la vérité est déjà rétablie sur le marché, il n'y a plus d'effet sur le cours et *a priori* plus de préjudice : la question du renversement de la présomption de *reliance* ne se pose tout simplement plus. La situation qui aurait dû être prise pour illustration par la Cour suprême est simplement celle dans laquelle le cours ne reflète pas une information publique déficiente par manque d'efficacité. Ces exemples confirment bien en tout cas que la Cour suprême s'attache à l'effet sur le cours de bourse d'une information particulière, donc à l'efficacité du marché relativement à chaque information, pas à son efficacité générale²⁸⁸.

- 121 - **Synthèse.** La présomption finale d'altération de la décision par l'information publique déficiente peut ainsi être renversée en renversant soit la présomption de confiance de l'investisseur dans l'intégrité et l'efficacité du marché et donc la présomption d'influence intellectuelle exercée par le cours de bourse, soit la présomption d'efficacité du marché relativement à une information particulière. Intéressons-nous maintenant à la justification avancée par la Cour suprême à la théorie de la fraude sur le marché.

Paragraphe 2 - **La justification de la théorie de la fraude sur le marché**

- 122 - **L'importance de la présomption.** La présomption posée par la Cour suprême est d'importance. En disant que, d'une part, l'investisseur est présumé avoir confiance dans l'intégrité du marché et donc avoir agi en considération du prix du marché et que, d'autre part, celui-ci est présumé refléter toute information publique, y compris une information déficiente, ce dont il résulte que l'investisseur doit être présumé avoir été influencé intellectuellement dans sa décision par cette information déficiente, le raisonnement de la Cour suprême emporte deux conséquences majeures. Premièrement, celle de renverser la charge de la preuve, et donc de dispenser l'investisseur d'une preuve quasi impossible ; deuxièmement, celle de permettre, dans le système procédural américain, une action collective, compte tenu alors de la prédominance des questions communes sur les questions individuelles. En un mot, elle permet en pratique au contentieux boursier de la fausse

²⁸⁸ La Cour suprême précise enfin qu'en acceptant cette présomption réfragable, elle n'entend pas adopter de manière définitive une théorie particulière quant à la vitesse et au caractère complet de réflexion de l'information publique disponible dans le cours de bourse, et que sa décision ne doit pas être interprétée comme apportant une réponse au choix de la méthode d'évaluation du préjudice.

information publique de se développer. La Cour suprême, elle-même, dit d'ailleurs expressément que l'adoption de la théorie de la fraude sur le marché a pour finalité de faciliter le contentieux exercé sur le fondement de la règle 10b-5, ce qu'il n'a, historiquement, pas manqué de faire. Quelles justifications la Cour suprême donne-t-elle à l'adoption d'une présomption d'une telle importance ? Elle indique, dans le fil de son raisonnement, que les présomptions constituent un outil utile pour répartir la charge de la preuve entre les parties, à partir de considérations de loyauté, de politique publique et de probabilité, aussi bien que d'économie judiciaire. La Cour suprême s'appuie ainsi classiquement, pour consacrer cette présomption, sur la vraisemblance (A) et sur des motifs de politique juridique (B), les seconds venant en fait compenser la faiblesse de la première.

A - La justification par la vraisemblance

123 - **La justification par la vraisemblance.** La Cour suprême avance, comme justifications de la théorie de la fraude sur le marché, le bon sens et la probabilité. Ce faisant, elle s'appuie sur une justification classique en cas d'utilisation de l'outil de la présomption, la vraisemblance. C'est précisément parce que le fait inconnu est vraisemblable qu'on accepte de se passer de sa preuve directe et de le déduire d'un fait, lui, connu, établi²⁸⁹ ; on tient alors pour acquis un fait seulement vraisemblable. Pour justifier la vraisemblance de la présomption finale d'altération de la décision, la Cour suprême s'appuie naturellement sur celle des deux présomptions formant les propositions du syllogisme (1). Ce faisant, elle omet cependant de justifier la vraisemblance de la conclusion elle-même du syllogisme (2).

²⁸⁹ Si elle est classique, la vraisemblance n'est toutefois pas la seule justification des présomptions posées. Des motifs de politique juridique jouent également, au mépris parfois de la vraisemblance (par exemple, la paix des familles, s'agissant de la présomption de paternité, selon laquelle le père de l'enfant est l'époux de la mère, même en temps de guerre). La présomption d'innocence, principe cardinal de la procédure pénale, est sans doute l'une de celles qui s'éloignent le plus de la vraisemblance, puisqu'elle vise généralement à présumer le contraire de celle-ci. Par exemple, lorsque, au stade de l'instruction, le magistrat instructeur met en examen un suspect, il ne peut le faire qu'à partir d'indices « *graves ou concordants* » de la culpabilité : la culpabilité apparaît alors, à ce moment-là, plus vraisemblable que l'innocence – la vraisemblance peut bien évidemment changer de camp *a posteriori*, conduisant alors à une ordonnance de non-lieu. Pourtant, la personne mise en examen est bien présumée innocente. La doctrine pénaliste a bien rendu compte de ce paradoxe : la présomption d'innocence est une présomption d'une nature particulière, qui relève notamment, dans nos sociétés libérales, d'un parti-pris procédural en faveur de l'accusé visant à restaurer un équilibre dans le débat judiciaire entre cet accusé et, en quelque sorte, la société tout entière, représentée par le ministère public.

1 - La vraisemblance des propositions du syllogisme

124 - Pour justifier sa théorie par la vraisemblance, la Cour suprême cherche, naturellement, à établir la vraisemblance des deux propositions fondant le syllogisme : la confiance (**a**) et l'efficience (**b**), sans que son argumentation soit toutefois pleinement convaincante.

a - La vraisemblance de la confiance

125 - **L'affirmation de la vraisemblance de la confiance.** Sur la présomption de confiance, d'abord, sur laquelle repose la première présomption de *reliance* atténuée (c'est-à-dire dans le cours de bourse), elle fait observer qu'il est difficile d'imaginer un vendeur ou un acheteur, agissant sur un marché anonyme au prix fixé par ledit marché, qui n'ait pas confiance en l'intégrité du marché, personne ne voulant participer à un jeu truqué²⁹⁰. En fait, c'est parce que la Cour suprême souhaite justifier sa théorie par la vraisemblance qu'elle pose simplement une présomption de confiance dans l'intégrité du marché et non directement une présomption d'utilisation de l'information défectueuse (pour un motif de politique juridique, tel que par exemple la protection des investisseurs et du marché), la première pouvant en effet apparaître plus réaliste que la seconde.

126 - **Appréciation critique.** Nous l'avons dit, en cas de justification d'une présomption par la vraisemblance, c'est parce que ce fait est vraisemblable qu'on accepte de le tenir pour acquis, même s'il n'est justement que vraisemblable et non prouvé. La déformation que l'on fait subir à la réalité est donc limitée, précisément grâce à la vraisemblance. Qu'en est-il de la vraisemblance, affirmée par la Cour suprême, de la confiance dans l'intégrité du marché par un investisseur quelconque ? A titre général, remarquons d'abord qu'il est toujours ardu et donc risqué de faire des paris sur la psychologie humaine. Et ce d'autant plus qu'ici la présomption a une portée très générale puisqu'elle suppose un état d'esprit, une disposition - la confiance -, qui serait commune à tous les investisseurs, institutionnels ou particuliers, du plus au moins averti.

²⁹⁰ Elle cite à cet égard la décision *Schlanger v. Four-Phase Systems Inc.*, 555 F. Supp. 535, 538 (SDNY 1982) : « *it is hard to imagine that there ever is a buyer or seller who does not rely on market integrity. Who would knowingly roll the dice in a crooked crap game ?* ».

De manière plus particulière, les critiques ont été portées dès l'adoption de la théorie et au sein même de la Cour suprême, par certains de ses juges qui ne se sont pas ralliés à l'opinion majoritaire. Le juge White, auquel s'est joint le juge O' Connor, a en effet adopté une position dissidente. Si ce juge estime, comme la Cour suprême, qu'à moins de priver la notion de *reliance* de tout contenu, la présomption doit pouvoir être renversée par le défendeur apportant la preuve que le demandeur ne s'est pas fondé sur le cours de bourse²⁹¹, il avoue sa perplexité face à la présomption de confiance dans l'intégrité du marché posée par la cour. Il est prêt, dit-il, à admettre l'hypothèse que la plupart des personnes qui achètent ou qui vendent des actions le font en considération du cours de bourse et donc se fondent d'une manière ou d'une autre sur ce cours, mais il constate que la théorie de la fraude sur le marché va plus loin en supposant que les investisseurs font confiance à l'intégrité du marché et à l'efficacité du cours. Or, il s'oppose fermement à cette présomption de confiance, par des arguments qui nous paraissent particulièrement justes.

Même si l'on admet, dit-il, que les titres ont une valeur intrinsèque, connaissable²⁹² et distincte du cours de bourse, il faut bien reconnaître que les investisseurs ne tiennent pas toujours le marché pour efficace. D'ailleurs, poursuit-il, beaucoup d'investisseurs achètent ou vendent des actions précisément parce qu'ils pensent que le cours ne reflète pas exactement la valeur de la société²⁹³; à défaut, beaucoup d'investisseurs ne réaliseraient pas de transaction,

²⁹¹ La Cour suprême a, en effet, rejeté dans l'arrêt *Basic v. Levinson* la version la plus « extrême » de la théorie de la fraude sur le marché, consistant à éliminer purement et simplement l'exigence de *reliance*, et adoptée par certaines juridictions (cf. *supra*). V., notamment, *Zweig v. Hearst Corp.*, 594 F.2d 1261, 1268-1271 (CA9 1979); *Abrams v. Johns-Manville Corp.*, [1981-1982] CCH Fed. Sec. L. Rep. 98, 348, p. 92, 157 (SDNY 1981); *Faussett v. American Resources Management Corp.*, 542 F. Supp. 1234, 1238-1239 (Utah 1982). Selon ces décisions, doit être indemnisé tout investisseur qui établit seulement avoir subi un préjudice du fait d'une fausse information significative ayant eu un effet sur le cours de bourse, même s'il est parfaitement avéré que l'investisseur ne s'est aucune manière fondé sur ce prix. Le juge White, critique ces décisions, en ce qu'elles abandonnent toute exigence de *reliance*. Selon lui, ne devrait pas, par exemple, être indemnisé un investisseur qui décide, des mois avant la diffusion de l'information mensongère, d'acheter une action, ou bien un investisseur qui vend ou achète une action pour des motifs sans rapport avec son cours de bourse, ou bien encore un investisseur qui vend à découvert une action des jours avant la diffusion de la fausse information. Pour le juge White, une présomption irréfragable, qui conduirait à indemniser l'investisseur même en cas de preuve positive de sa *non-reliance*, ferait de la règle 10b-5 un système d'assurance.

²⁹² A supposer que les actions aient une valeur véritable, comme le postule la théorie de l'efficacité, le juge White doute fortement que les juridictions fédérales soient en mesure de déterminer cette valeur.

²⁹³ V. déjà B. Black, *A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions*, 62 N.C. L. Rev. 435, 455 (1984), observant qu'un investisseur, qui souhaite échanger une action, doit certes l'acheter ou la vendre au cours de bourse, mais ne tient pas nécessairement ce cours comme le meilleur indicateur de sa valeur, car il a conscience de son absence de certitude quant à l'efficacité du marché relativement à cette action, et souvent même achète ou vend justement parce qu'il estime que le cours ne reflète pas exactement la valeur de la société.

et ce d'autant que l'exécution d'une transaction prend du temps et occasionne des frais²⁹⁴. Le juge White regrette finalement que par la décision *Basic v. Levinson*, la Cour suprême octroie une réparation à des investisseurs seulement en mesure de démontrer qu'ils ont acheté trop cher ou vendu à un prix trop faible, dans la mesure où le renversement de la présomption de confiance est en pratique quasiment impossible.

b - La vraisemblance de l'efficience

- 127 - **L'affirmation de la vraisemblance de l'efficience.** S'agissant de la présomption d'efficience, ensuite, la Cour suprême s'appuie sur les travaux des économistes ayant élaboré la théorie de l'efficience selon laquelle le cours de bourse des actions cotées sur des marchés développés reflète toute l'information publique disponible et, par conséquent, toute information mensongère. C'est sans doute parce qu'elle est consciente du caractère déjà très controversé de cette théorie dans les années 1980, qu'elle ajoute qu'elle n'a cependant pas à entrer dans le débat entre les économistes, fondé sur une analyse statistique sophistiquée et l'application de la théorie économique. Il lui suffit, dit-elle, d'observer que les professionnels du marché prennent généralement en compte la plupart des informations significatives diffusées auprès du public, ce qui a nécessairement pour conséquence d'influencer le cours de bourse.
- 128 - **Appréciation critique.** Le juge White a également manifesté son désaccord avec l'opinion exprimée par la majorité des juges de la Cour suprême, en ce qui concerne la vraisemblance de la présomption d'efficience du marché. Il reproche en effet fondamentalement à la Cour suprême de consacrer la théorie économique de l'efficience des marchés alors que celle-ci est d'une validité scientifique incertaine, ce qui pourrait produire des effets négatifs dans les

²⁹⁴ En outre, pour le juge White, les circonstances de cette affaire rendent encore plus douteuse l'application de la théorie de la fraude sur le marché au cas d'espèce. En effet, les demandeurs sont des vendeurs et la période de la classe est longue. Or, pour le juge White, si l'on peut éventuellement admettre l'existence d'un lien entre une fausse information et une décision d'achat prise peu après, il faut reconnaître que ce lien est bien plus ténu entre une fausse information et une décision de vendre prise onze mois plus tard. En outre, il estime que dans cette affaire les victimes comptent potentiellement beaucoup d'investisseurs qui n'ont pas accordé foi aux informations mensongères, c'est-à-dire qui ont acheté une action en pensant que des négociations en vue d'une fusion avaient en fait bien lieu, le cours de bourse ayant atteint record après record pendant la période litigieuse malgré l'émission de trois communiqués niant l'existence de négociations. Ces investisseurs, qui n'ont manifestement pas eu confiance dans le marché et tenu pour exact le cours de bourse, pourront pourtant faire partie des victimes potentielles, regrette-t-il. Il observe enfin que l'application de la théorie de la fraude sur le marché fera finalement peser la charge de l'indemnisation sur les épaules d'investisseurs innocents, au bénéfice des spéculateurs et de leurs avocats.

années à venir. Il précise que si les théories économiques qui fondent la présomption de la théorie de la fraude sur le marché donnent l'apparence de l'exactitude mathématique et de la certitude scientifique, elles ne sont en définitive rien de plus que des théories qui pourront, dans le futur, se révéler exactes ou pas. Il ne partage ainsi pas l'opinion de la majorité lorsqu'elle affirme que l'adoption de la présomption d'efficacité ne consiste qu'en une hypothèse raisonnable sur le comportement des professionnels du marché et son effet sur le cours de bourse. Il estime, en effet, ne pas être en mesure, de manière générale, de déterminer la théorie qui décrive de manière adéquate le fonctionnement du marché financier.

En résumé, d'un côté, la Cour suprême affirme que la simple observation du marché montre que les professionnels du marché prennent généralement en considération les informations publiques, ce qui a un effet sur le cours ; de l'autre, le juge White s'étonne que la Cour consacre une théorie économique à la validité contestée et incertaine. L'on comprend les arguments du juge White ; d'ailleurs, aujourd'hui encore le débat sur la théorie de la fraude sur le marché aux Etats-Unis porte en grande partie sur la théorie de l'efficacité. En même temps, comme elle le fait remarquer, la Cour suprême ne consacre pas la théorie de l'efficacité de manière générale : observant une certaine efficacité sur les marchés du fait du comportement des professionnels du marché, elle postule son existence pour une information publique particulière, ce qui pourra faire l'objet d'un débat entre les parties. Nous reviendrons sur la question de l'efficacité²⁹⁵, mais il nous semble en tout cas qu'au regard de la théorie de la fraude sur le marché, la présomption d'efficacité est bien moins problématique que celle de confiance, compte tenu des arguments précédemment évoqués.

2 - La vraisemblance de la conclusion du syllogisme

129 - **La vraisemblance de l'altération de la décision par l'information publique.** Si la Cour suprême s'attache à justifier le caractère vraisemblable de chacune des propositions fondant le syllogisme, elle ne s'interroge à aucun moment sur celle de sa conclusion, à savoir que l'investisseur est supposé se fonder sur une information publique inexacte s'il prend en considération un cours de bourse reflétant ladite information inexacte. En fait, elle ne s'explique pas sur la déduction finale qu'elle tire des prémisses qu'elle pose. Ce faisant, elle

²⁹⁵ Cf. *infra*.

saute une étape logique dans son raisonnement, et fait ainsi l'impasse sur la principale difficulté.

On comprend intuitivement l'idée, et l'image utilisée par la Cour suprême d'un marché agent bienveillant d'évaluation au profit des investisseurs, qui se substitue à l'évaluation subjective réalisée par l'investisseur lui-même dans une transaction de gré à gré, est à cet égard parlante. Pourtant force est de reconnaître que, conceptuellement, cette idée ne recouvre rien de précis ni d'établi. La théorie tout entière semble bâtie sur une approximation logique, considérant comme identiques une information publique particulière et le cours de bourse. Or, à supposer le cours de bourse efficient, il est supposé refléter toutes les informations publiques, pas seulement l'information publique défectueuse dont il est question. En outre, prendre en compte le cours pour former sa décision ne revient évidemment pas exactement au même que prendre en compte l'information elle-même, même si elle se reflète dans ce cours. Si, par exemple, un émetteur diffuse une information publique exagérément positive, le cours s'apprécie ; constater cette appréciation du cours et avoir précisément connaissance de l'information diffusée sont deux choses distinctes qui peuvent de toute évidence avoir des répercussions différentes sur la décision de l'investisseur ; la seule constatation de l'appréciation du cours peut par exemple l'inciter à vendre alors que la connaissance précise de l'information peut l'inciter, au contraire, à acheter. La conclusion que tire la Cour suprême des prémisses posées va d'autant moins de soi que, sur un marché boursier, l'altération de la décision d'un investisseur par une information publique n'est pas particulièrement vraisemblable, et ce pour deux raisons principales. Premièrement, il sera fréquent que l'investisseur n'ait pas connaissance d'une information, qui ne lui est pas délivrée personnellement, ou qu'il n'en tienne pas compte. Deuxièmement, l'information étant publique, généralement, elle a un effet également sur le cours ; ainsi, une information exagérément positive va rendre l'action plus attrayante, mais également plus chère et donc, en partie, moins attrayante. En cela, l'information publiquement délivrée sur le marché se distingue fortement de celle délivrée individuellement. Sans doute consciente de cette réalité, la Cour suprême a, tout simplement, préféré la passer sous silence...

- 130 - **Synthèse.** Dans l'ensemble, la justification de la présomption par la vraisemblance apparaît bien fragile. D'une part, du fait de la faiblesse de la vraisemblance de présomption de confiance ; on peut légitimement considérer qu'un investisseur sur un marché boursier, même s'il prend en considération le cours de bourse, ne le tienne pas pour efficient et souvent agisse,

précisément parce qu'il ne le tient pas pour efficient. La présomption d'efficience nous paraît poser moins de difficultés, en ce qu'elle concerne un titre en particulier, et non le marché en général, et qu'un débat pourra avoir lieu entre les parties sur ladite efficience. D'autre part et surtout, parce que la Cour suprême a ignoré, par un raccourci logique, le principal problème, la faiblesse de la vraisemblance de la présomption finale de *reliance*, d'altération de la décision. En vérité, si la Cour suprême adopte cette présomption, c'est essentiellement pour des motifs de politique juridique, et non pour faciliter la preuve d'un élément qui serait vraisemblable.

B - La justification par la politique juridique

131 - **La justification par la politique juridique.** En vérité, la théorie de la fraude sur le marché est principalement justifiée par des motifs de politique juridique (1), mais, de ce point de vue encore, le raisonnement n'a pas échappé à la critique (2).

1 - Les motifs de politique juridique

132 - **Les motifs de politique juridique.** La Cour suprême le reconnaît elle-même, la présomption de *reliance* adoptée dans le cadre de la théorie de la fraude sur le marché est principalement justifiée par des considérations de politique juridique. Elle rappelle que la présomption vise à faciliter la tâche des tribunaux dans des affaires dans lesquelles la preuve directe d'un fait est rendue, pour une raison ou pour une autre, difficile. Elle estime qu'en l'espèce, exiger d'un investisseur qui est intervenu sur un marché anonyme de prouver un état de fait hypothétique, c'est-à-dire comment il aurait agi si l'information omise avait été divulguée ou si l'information mensongère n'avait pas été diffusée, mettrait une preuve impossible – il est irréaliste qu'un investisseur puisse rapporter une telle preuve - et, au surplus, inutile sur ses épaules. La présomption est donc avant tout justifiée par sa finalité : la Cour veut que l'investisseur puisse, en pratique, agir en justice. En outre, selon la Cour suprême, la présomption de *reliance* est, en ce qu'elle cherche à faciliter le contentieux mené sur le fondement de la règle 10b-5, conforme à la finalité du *Securities Exchange Act* de 1934 qui,

fondé sur le postulat que les marchés financiers sont affectés par l'information, vise en effet à la transparence totale et au développement de la confiance dans l'intégrité du marché²⁹⁶.

2 - Appréciation critique

- 133 - **Les critiques du juge White relatives à la politique juridique.** Le juge White a remis en cause la légitimité de la présomption de confiance non seulement au regard de la vraisemblance, mais également du point de vue de la politique juridique. S'il reconnaît, comme la Cour suprême, que sur les marchés financiers modernes des millions d'actions changent de main chaque jour, ce qui peut impliquer un changement de conception de l'exigence de *reliance*, il considère qu'un tel changement doit émaner du législateur plutôt que du juge. Le Congrès, explique-t-il, avec des ressources et une expertise plus importantes, dispose, bien davantage que les juridictions fédérales, des moyens appropriés pour décider quelles modifications des notions juridiques appellent la théorie économique moderne et le caractère désormais global des marchés financiers. Il ajoute que la Cour suprême ne mesure pas toutes les conséquences éventuelles de sa décision, notamment en matière d'évaluation du préjudice, qu'elle se garde bien d'ailleurs de traiter. Il reproche en outre à l'opinion majoritaire d'ignorer le choix opéré par le législateur en faveur du caractère obligatoire de l'information : il considère en effet que l'indemnisation d'un investisseur qui n'a même pas eu connaissance d'une fausse information se marie difficilement avec l'objectif de transparence énoncé par le législateur, en ce qu'elle incite l'investisseur à la négligence vis-à-vis de l'information et rend ainsi celle-ci inutile²⁹⁷. Il estime enfin que toute extension de l'article 10(b) et de la règle 10b-5, qui tendrait à les rapprocher d'un système d'assurance, en

²⁹⁶ La Cour suprême cite ainsi le Congrès : « *no investor, no speculator, can safely buy and sell securities upon the exchanges without having an intelligent basis for forming his judgment as to the value of the securities he buys or sells. The idea of a free and open public market is built upon the theory that competing judgments of buyers and sellers as to the fair price of a security brings about a situation where the market price reflects nearly as possible a just price. Just as artificial manipulation tends to upset the true function of an open market, so the hiding and secreting of important information obstructs the operation of the markets as indices of real value (H. R. Rep. No. 1383, at 11)* ».

²⁹⁷ Il cite ainsi *Shores v. Sklar*, 647 F.2d 483 (1981) (Randall, J., dissenting) : « *disclosure...is crucial to the way in which the federal securities laws function...The federal securities laws are intended to put investors into a position from which they can help themselves by relying upon disclosures that others are obliged to make. This system is not furthered by allowing monetary recovery to those who refuse to look out for themselves. If we say that a plaintiff may recover in some circumstances even though he did not read and rely on the defendant's public disclosures, then no one need pay attention to those disclosures and the method employed by Congress to achieve the objective of the 1934 Act is defeated* » (p. 483).

grande partie indépendant de l'appréciation du comportement de l'investisseur, doit être décidée par le législateur.

La justification de la présomption d'efficience par la politique juridique n'a pas non plus échappé à la critique du juge White. Il considère de manière générale que les tribunaux doivent bâtir leur raisonnement à partir de notions et de considérations juridiques et non pas économiques. Selon lui, la théorie économique ne doit pas remplacer la règle de droit comme fondement de la réparation : « *confusion and contradiction in court rulings are inevitable when traditional legal analysis is replaced with economic theorization by the federal courts* », écrit-il. Il rappelle ainsi que la jurisprudence de la Cour suprême concernant l'article 10(b) et la règle 10b-5 a été fondée sur des notions familières aux juristes, les notions issues de la *common law* de *fraud* et de *deceit*. La critique est d'autant plus fondée, poursuit-il, que, sans économistes parmi son personnel, sans experts de la théorie de l'efficience des marchés et sans possibilité de tester la validité d'études empiriques du marché, la Cour suprême ne dispose pas des moyens appropriés pour adopter une théorie fondée sur des considérations microéconomiques modernes²⁹⁸.

- 134 - **Appréciation critique.** Les reproches formulés par le juge White ne manquaient pas également, sur le terrain de la politique juridique, de pertinence et faisaient même preuve d'une prémonition assez étonnante, puisque, quasiment trente ans plus tard, la théorie de la fraude sur le marché fait plus que jamais débat aux Etats-Unis²⁹⁹. Il est vrai, d'une part, que la Cour suprême ne disposait probablement pas d'une expertise économique suffisante pour adopter une théorie d'une telle importance et emportant des conséquences aussi grandes ou qu'elle était, en tout cas, dans l'impossibilité d'appréhender, au regard notamment de l'évaluation du préjudice. Il est vrai, d'autre part, que l'adoption d'une telle théorie portait en elle-même le germe d'une déresponsabilisation des investisseurs, en instaurant une sorte d'assurance contre l'aléa boursier.

²⁹⁸ Il cite à cet égard R.J. Gilson & R.H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 *Va. L. Rev.* 549, 549-550 (1984) : « *of all recent developments in financial economics, the efficient capital market hypothesis ('ECMH') has achieved the widest acceptance by the legal culture... Yet the legal culture's remarkably rapid and broad acceptance of an economic concept that did not exist twenty years ago is not matched by an equivalent degree of understanding* ».

²⁹⁹ Cf. *infra*.

135 - **Synthèse.** La théorie de la fraude sur le marché, quoique largement artificielle et reposant sur des fondements théoriques fragiles, a eu le mérite de répondre à l'objectif fixé : l'effectivité de la mise en œuvre de la responsabilité civile en cas d'information publique défectueuse sur le marché secondaire, ce qui a « révolutionné » le paysage juridique de la fraude boursière³⁰⁰. L'on perçoit toutefois la dernière critique que l'on peut formuler à son encontre : si l'information, y compris lorsqu'elle est défectueuse, est reflétée dans le cours, pourquoi ne pas se passer de la notion de *reliance* et considérer simplement que l'investisseur a payé trop cher (ou reçu trop peu) pour l'achat ou la vente d'un titre compte tenu de la surévaluation ou de la sous-évaluation du cours ? Quitte à s'engager dans la voie d'une réparation effective des préjudices pécuniaires résultant de l'information publique défectueuse, les juges de la Cour suprême n'ont-ils pas été pusillanimes ? Plutôt que d'adopter une conception somme toute artificielle de la *reliance*, dans le but en vérité de parvenir à leur objectif de réparation tout en respectant les exigences classiques du *tort* de fraude de *common law*, n'auraient-ils pas dû évacuer la notion même de *reliance* et ne s'appuyer que sur celle d'efficience pour indemniser directement une altération du cours ? La Cour suprême n'est-elle pas finalement restée à mi-parcours sur le chemin de ses ambitions ? La doctrine américaine n'a pas manqué d'adresser cette critique à la jurisprudence et de lui proposer d'adopter une vision plus cohérente et plus aboutie de la fraude sur le marché. Surtout, la pratique s'est orientée, de fait, vers la réparation directe d'une altération du cours.

Section II - La réparation effective d'une altération du cours

136 - **La réparation effective d'une altération du cours.** Le droit américain, rejetant de fait l'altération de la décision, a fait essentiellement le choix de réparer une altération du cours (**Paragraphe 1**). La tendance est toutefois à la restriction, aussi bien législative que prétorienne, des actions collectives boursières au regard de leur faible efficacité (**Paragraphe 2**).

³⁰⁰ D.R. Fischel, *Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory*, 74 *Cornell L. Rev.* 907 (1989).

Paragraphe 1 - **Le choix de la réparation d'une altération du cours**

137 - **Considérations liminaires. Le maintien formel de la *reliance* par la Cour suprême.** La Cour suprême commençait, dans son arrêt de principe *Basic v. Levinson* de 1988, par rappeler que l'élément de *reliance*, issu du *tort* de fraude, devait s'appliquer également en cas de fraude sur le marché, avant de présumer justement cette *reliance*. Elle a plus récemment, en 2005, dans sa décision *Dura v. Broudo*³⁰¹, maintenu sa position en indiquant que la *transaction causation* ou *reliance* restait appropriée dans cette situation. Il faut constater toutefois que si la notion est théoriquement maintenue, l'exigence n'est plus vraiment de mise dans la mesure où elle est présumée, et ce de manière quasi irréfragable. De fait, par cette présomption, l'élément subjectif est réduit à peu de chose, *in fine* seulement à un état d'esprit - la confiance dans le marché -, lui-même présumé.

En outre, en termes de réparation, la Cour suprême ne semble pas avoir tiré les conclusions de la présomption de *reliance* qu'elle pose. On aurait pu penser, en effet, que ce faisant, la Cour suprême aurait opté pour la réparation d'une altération de la décision. Et ce de la manière la plus ferme dans la mesure où justement, la présomption de confiance étant difficilement réfragable, le débat sur l'élément subjectif était concrètement évacué. Tel n'est pas le cas. On l'a vu, la Cour suprême a en effet indiqué dans la décision *Basic v. Levinson* qu'elle ne prenait position pour aucune méthode d'évaluation du préjudice, alors qu'en toute logique elle aurait dû privilégier une réparation des conséquences de l'altération de la décision, plus que de l'altération du cours. La présomption de *reliance* ne sert donc qu'à satisfaire artificiellement les conditions du *tort* de fraude ; aucune altération de la décision n'est véritablement retenue. L'argumentation est purement formelle, et c'est sans doute pour cela que la Cour suprême ne s'est pas souciée de justifier de manière convaincante la vraisemblance de la présomption d'altération de la décision.

138 - **Le choix de la réparation d'une altération du cours.** En pratique, les juridictions inférieures ont d'ailleurs, parmi les diverses méthodes d'appréciation du préjudice à leur disposition, opté le plus souvent pour celle fondée sur la réparation d'une altération du cours

³⁰¹ *Dura Pharms, Inc. v. Broudo*, 125 S. Ct. 1627 (2005).

(A), ce qui a suscité un débat doctrinal et jurisprudentiel important sur l'altération du cours qui devait recevoir réparation (B).

A - Le choix de la méthode fondée sur une altération du cours

- 139 - **Le choix de la méthode fondée sur une altération de cours.** Il convient d'abord de présenter les différentes méthodes d'évaluation du préjudice en droit américain (1), puis d'indiquer celle qui a été de fait privilégiée (2).

1 - Présentation des méthodes d'évaluation du préjudice

- 140 - **Diversité des méthodes d'évaluation du préjudice.** Il existe différentes méthodes d'évaluation du préjudice en droit américain (a), qu'il convient d'illustrer par un exemple chiffré (b).

a - Les différentes méthodes d'évaluation du préjudice

- 141 - **Les différentes méthodes d'évaluation du préjudice.** L'évaluation du préjudice individuel³⁰², résultant d'une fraude sur le marché, demeure problématique aux Etats-Unis³⁰³. La loi ne fournit aucune formule de calcul du préjudice, et l'examen de la jurisprudence ne permet pas de systématisation générale. D'une part, les décisions de justice restent rares, la plupart des actions collectives aboutissant à la conclusion d'une transaction avant que les tribunaux se prononcent sur l'évaluation du préjudice, et pour laquelle les parties ne se livrent pas toujours à une évaluation précise du préjudice ; et dans les rares affaires dans lesquelles les tribunaux ont eu à se prononcer sur l'évaluation du préjudice, ils ont utilisé diverses méthodes leur permettant de mettre fin au litige, sans se soucier d'établir une formule théorique précise. D'autre part, aucune méthode de calcul spécifique n'a été avalisée par la

³⁰² Dans la plupart des actions exercées au titre de la règle 10b-5, les demandeurs sollicitent une compensation monétaire, des dommages-intérêts. Toutefois, ils peuvent également demander une réparation en nature, sous la forme par exemple d'une injonction (« *injunctive relief* »). Les différents types de « remède » (« *remedy* ») peuvent, plus largement, être utilisés.

³⁰³ V., par exemple, R.B. Thompson, « *Simplicity and Certainty* » in *the Measure of Recovery Under Rule 10b-5*, 51 *Bus. Law.* 1177, 1179 (1996), indiquant que la réparation des préjudices pour fraude boursière a longtemps rebuté les tribunaux ; F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 *U. Chi. L. Rev.* 611, 611-12 (1985), détaillant l'absence d'harmonisation dans l'évaluation du préjudice en matière boursière

Cour suprême ni par les cours d'appel des différents circuits³⁰⁴. Aussi les tribunaux ont-ils interprété la loi³⁰⁵ comme permettant les diverses formes de réparation ou remèdes contractuels appliqués dans le *tort* de fraude : « *out-of-pocket rule* », « *benefit-of-the-bargain rule* », « *rescission* »³⁰⁶, voire le remède de « *disgorgement* ».

Selon la méthode *out-of-pocket*, le préjudice est considéré comme étant égal au montant dont la fausse information ou l'omission a fait augmenter le prix d'achat payé par l'investisseur acheteur ou fait baisser le prix de vente reçu par l'investisseur vendeur. Il s'agit donc d'un préjudice de surévaluation ou de sous-évaluation, égal à la différence entre un prix effectivement payé ou reçu et une valeur théorique considérée comme véritable. La méthode *benefit-of-the-bargain*, issue du droit des contrats, indemnise les demandeurs du montant qu'ils auraient reçu, incluant les profits, si le défendeur avait agi comme il l'avait promis³⁰⁷. *Disgorgement* et *rescission* sont des remèdes issus de l'*equity* (« *equitable remedies* ») également utilisés en droit des contrats. La *rescission* correspond en droit français à la technique de la nullité ; lorsque le prononcé de la nullité n'est pas ou plus possible, l'auteur peut être condamné des « *rescissory damages* », ayant un effet équivalent à la nullité, dans le but de remettre le demandeur dans la situation qui aurait été la sienne s'il n'y avait pas eu la transaction³⁰⁸, c'est-à-dire que le demandeur recouvre la somme initialement payée diminuée de toute somme que son investissement initial lui aurait permis de recevoir. Enfin, le remède

³⁰⁴ V., notamment sur ce point, J.C. Dickey & M. Kramer Mayer, *Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act: A Forward-Looking Assessment*, 51 *Bus. Law.* 1203 (1996).

³⁰⁵ Les juridictions se sont fondées sur la section 28 du *Securities Exchange Act* de 1934, qui limite les dommages au préjudice effectif (*actual damages*) : « *the rights and remedies provided by this title shall be in addition to any and all other rights and remedies that may exist at law or in equity; but no person permitted to maintain a suit for damages under the provisions of this title shall recover, through satisfaction of judgment in one or more actions, a total amount in excess of his actual damages on account of the act complained of* ».

³⁰⁶ Sur l'analyse des différentes méthodes d'évaluation en matière contractuelle en droit français, v. A. Pinna, *La mesure du préjudice contractuel*, préf. P.Y. Gautier, LGDJ, coll. *Bibl. dr. pr.*, t. 491, 2007.

³⁰⁷ V. *Black's Law Dictionary*, 2004, 8^e éd., p. 168. Dans le *tort* de fraude, la méthode d'évaluation du préjudice peut être soit la méthode *out-of-pocket* (le préjudice est égal à la différence entre la valeur de ce que la victime a donné et la valeur de ce qu'elle a reçu), soit la méthode *benefit of the bargain* fondée sur la transaction que la victime pensait avoir conclue (le préjudice est, alors, égal à la différence entre la valeur de ce qu'il a donné et la valeur de ce qu'il aurait reçu si l'information avait été vraie). Supposons par exemple que le défendeur incite le demandeur à acheter une machine pour 5 000 dollars, alors que sa valeur est en réalité de 3 000 dollars, par de fausses déclarations et que, si celles-ci avaient été vraies, la valeur de la machine aurait été de 6 000 dollars. Selon la méthode *out-of-pocket*, le préjudice aurait été de 2 000 dollars (5 000 – 3 000) alors que selon la méthode *benefit of the bargain*, il aurait été de 3 000 dollars (6 000 – 3 000). Si la fausse déclaration est sans lien avec un quelconque contrat entre les parties, c'est la méthode *out-of-pocket* qui est généralement utilisée ; en revanche, dans le cadre contractuel, les tribunaux privilégient la méthode *benefit of the bargain*.

³⁰⁸ *Black's Law Dictionary*, préc., p. 419.

du *disgorgement* consiste à condamner le défendeur à restituer le profit qu'il a perçu grâce à la commission de sa faute³⁰⁹.

b - Illustration par un exemple chiffré

142 - **Exemple chiffré**³¹⁰. Considérons une action typique, fondée sur une violation de la règle 10b-5 par un émetteur ayant publiquement surestimé le montant des ventes d'un nouveau produit, et engagée par des investisseurs ayant acheté des actions entre la diffusion de la fausse information et sa rectification. Le cours de bourse évolue de la manière suivante :

Cours précédant la diffusion de la fausse information :	24 \$
Cours lors de la diffusion de la fausse information :	28 \$
Cours lors d'opérations d'initiés subséquentes :	28 \$
Cours précédant immédiatement la rectification de l'information :	25 \$
Cours suivant immédiatement la rectification de l'information :	20 \$
Cours une semaine plus tard :	19 \$
Cours moyen pendant les 90 jours suivant la rectification :	24 \$
Cours au moment de l'action en justice :	18 \$

En outre, les experts indiquent que le marché a surréagi à la fausse information et estiment que, sans cette surréaction, le cours de bourse n'aurait été que de 26 dollars ; ils estiment également que la valeur véritable de l'action était de 22 dollars à ce moment-là.

Selon la méthode *out-of-pocket*, qui répare la déformation initiale du cours, soit la différence entre le prix d'achat (ici, 28 dollars) et la valeur véritable de l'action au moment de l'achat (ici, selon les experts, 22 dollars), le préjudice individuel devrait être de 6 dollars (par action).

³⁰⁹ V. *Black's Law Dictionary*, préc., p. 501, définissant ainsi le *disgorgement* : « *the act of giving up something (such as profits illegally obtained) on demand or by legal compulsion* ». Le *disgorgement* vise toutefois à empêcher l'auteur de la faute de s'enrichir injustement, non à indemniser les victimes. V., par exemple, *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, 406 U.S. 128, 155 (1972), en faveur d'une utilisation subsidiaire du *disgorgement* : « *in our views, the correct measure of damages under § 28 of the Act, 15 U.S.C. § 78bb(a), is the difference between the fair value of all that the ... seller received and the fair value of what he would have received had there been no fraudulent conduct, except for the situation where the defendant received more than the seller's actual loss. In the latter case damages are the amount of the defendant's profit* ».

³¹⁰ Cet exemple s'inspire de celui donné par A.R. Palmiter, *Securities Regulation: Examples & Explanations*, Wolter Kluwer, Law and Business, 2011, 5^e éd., p. 394.

Si, pour estimer la valeur théorique, le tribunal prend en compte le cours suivant immédiatement la rectification (20 dollars), le préjudice est alors de 8 dollars. Enfin, si, de manière peut-être plus précise, le tribunal prend en compte la baisse de cours elle-même pour estimer le préjudice, celui-ci est de 5 dollars (différence entre le cours précédant immédiatement la rectification de 25 dollars et le cours suivant immédiatement la rectification de 20 dollars).

Selon la méthode *benefit-of-the-bargain*, qui indemnise de la différence entre ce qui a été initialement promis et ce qui a été reçu, si l'on s'en tient aux estimations des experts, le préjudice serait ici de 4 dollars, soit la différence entre la valeur véritable de 26 dollars (en supposant que l'information sur les ventes, c'est-à-dire la promesse, aurait été vraie) et la valeur véritable de l'action de 22 dollars (si la fausse information n'avait pas été donnée).

Selon la méthode des *rescissory damages*, qui indemnise la perte réalisée dans le cadre d'une transaction, à supposer que l'investisseur ait revendu une semaine après la rectification de l'information, le préjudice serait ici de 9 dollars, soit la différence entre le prix d'achat de 28 dollars et le prix de revente de 19 dollars ; il serait de 10 dollars au moment de l'action en justice, soit la différence entre le prix d'achat de 28 dollars et le cours de 18 dollars au moment de l'action en justice³¹¹.

Quel peut être l'effet du plafonnement introduit par le *PSLRA*³¹²? Ce plafonnement, partant de l'idée que le préjudice est égal à la différence entre le prix d'achat et le cours à la date de la

³¹¹ Remarquons ici que ce remède contractuel pourrait être approprié pour indemniser les victimes des opérations d'initiés, à supposer toutefois que celles-ci puissent être identifiées (cf. *infra*). En cas d'annulation de ces opérations, les initiés devraient restituer le prix de vente de 28 dollars en échange de la restitution des titres de la part des acheteurs, ce qui procurerait à ceux-ci un gain de 10 dollars, soit la différence entre le prix d'achat de 28 dollars et le cours au moment de l'action en justice de 18 dollars. Si l'annulation de la transaction n'est plus possible (notamment, parce que le titre a été revendu), l'acheteur contrepartie de l'initié serait indemnisé du montant de sa perte, soit encore un montant de 10 dollars, la différence entre le prix d'achat de 28 dollars et le cours au moment de l'action en justice de 18 dollars (ou un montant de 9 dollars, si l'investisseur a revendu une semaine après la rectification, au cours de 19 dollars). Il en serait de même dans la situation symétrique d'un vendeur contrepartie d'un initié à l'achat.

³¹² Dans le but d'éliminer du calcul des dommages-intérêts l'effet « *crash* » - le cours peut, en effet, baisser fortement à la suite de la correction de l'information pour mieux rebondir par la suite : on parle d'effet « *crash* » pour qualifier cette réaction excessive du marché - et l'impact des facteurs affectant l'évolution du cours autres que la fraude, le *PSLRA* a, en 2005, modifié le *Securities Exchange Act* pour introduire un plafonnement des dommages-intérêts accordés au titre de la règle 10b-5. Ainsi, la section 21D(e) du *Securities Exchange Act* exige désormais que les dommages-intérêts soient limités à la différence entre le prix d'achat ou le prix de vente payé ou reçu par le demandeur et la moyenne du cours de bourse pendant les 90 jours suivant la rectification de l'information. Elle part ainsi du postulat que la rectification de l'information entraîne généralement une surréaction et qu'il faut par conséquent, pour évaluer le préjudice réel de l'investisseur, attendre un certain temps pour permettre au cours de revenir vers niveau plus proche de la valeur véritable du titre. En outre, si le demandeur vend ou rachète le titre durant la période de 90 jours, le cours moyen est calculé sur la période

rectification (ce qui est, en fait, une variante assez imprécise de la méthode *out-of-pocket*), prend en compte le cours moyen pendant les 90 jours suivant la rectification comme second terme de la différence ; l'idée étant que ce cours moyen reflétera de manière plus exacte la rectification opérée, en éliminant notamment la surréaction immédiate du marché. Dans l'exemple, le plafond serait de 4 dollars, soit la différence entre le prix d'achat de 28 dollars et le cours moyen sur les 90 jours suivant la rectification de 24 dollars. Le plafonnement légal limiterait donc significativement l'indemnisation en cas de tendance haussière après la rectification. Tel est le cas pour la plupart des méthodes utilisées dans notre exemple.

En conclusion, le montant de l'indemnisation peut varier significativement en fonction de la méthode retenue. Aucune d'entre elles n'est systématiquement plus avantageuse pour l'investisseur ; tout dépend de l'évolution ultérieure du cours de bourse. Ainsi, sur un marché haussier, les *rescissory damages* peuvent être faibles voire négligeables, alors que des *out-of-pocket damages*, qui ne tiendraient pas compte de l'évolution ultérieure du cours, peuvent être d'un montant significatif. Il convient de remarquer toutefois, comme le montre l'exemple ci-dessus, que si la méthode *out-of-pocket* est appliquée en utilisant la valeur suivant immédiatement la rectification comme approximation de la valeur théorique, le préjudice obtenu peut, alors, être proche de celui qui résulterait de l'application de la méthode rescisoire, dès lors que la vente peut suivre de près cette rectification. En clair, cette variante de la méthode *out-of-pocket* a, en définitive, pour effet de réparer la perte latente existant le cas échéant au jour de la rectification de l'information, qui peut ne pas être sensiblement différente de la perte réalisée un peu plus tard au cours d'une vente.

2 - Le choix de la méthode *out-of-pocket*

143 - **La méthode *out-of-pocket*, méthode standard d'évaluation du préjudice.** L'examen de la jurisprudence révèle toutefois que la méthode *out-of-pocket* s'est largement imposée en cas de fraude sur le marché, comme la méthode standard d'évaluation du préjudice. A la vérité, les

appropriée, c'est-à-dire entre la rectification et cette vente ou ce rachat (v., par exemple, *Cendant Corp. Sec. Litig.*, 109 F. Supp. 2d 235, 262 n. 10, 273 (D.N.J. 2000)). V., notamment, J.L. Oldham, « *Efficient Markets* » *Out of the Fraud-on-the-Market Doctrine after the Private Securities Litigation Reform Act*, 97 Nw. U. L. Rev. 995 (2003) ; R.M. Philips & G.C. Miller, *The Private Securities Litigation Reform Act of 1995: Rebalancing Litigation Risks and Rewards for Class Action Plaintiffs, Defendants, and Lawyers*, 51 Bus. Law. 1009, 1060 (1996).

tribunaux n'ont guère utilisé les autres méthodes pour les préjudices résultant d'une information publique défectueuse, les réservant essentiellement pour les transactions de gré à gré ou effectuées sur des marchés non liquides³¹³. Ainsi, les *benefit-of-the-bargain damages*, ont généralement été exclus car considérés comme trop spéculatifs³¹⁴, sauf dans les situations où ils pouvaient être établis avec un degré suffisant de certitude³¹⁵. Quant à la méthode rescisoire, si la Cour suprême, dans l'affaire *Randall v. Loftsgaarden*, a considéré que le demandeur avait le choix, au moins dans certaines circonstances, entre cette méthode et la méthode *out-of-pocket*³¹⁶, elle a été rarement utilisée en cas de fraude sur le marché³¹⁷. La jurisprudence a en effet estimé qu'en application de celle-ci, le défendeur payait non seulement pour la fraude, mais également pour le changement de conditions de marché, alors que rien ne justifiait d'exonérer l'investisseur de courir le risque de marché³¹⁸. La doctrine a expliqué à cet égard que la méthode rescisoire n'était appropriée qu'en cas de « *fraud in the inducement* », c'est-à-dire lorsque la fausse information ou l'omission a été déterminante de la décision d'investissement, puisqu'ils remettaient les parties en l'état soit par le prononcé de la nullité de la transaction, soit par l'allocation de dommages-intérêts ayant un effet

³¹³ V. par exemple E. Chamblee Burch, *Reassessing Damages in Securities Fraud Class Actions*, 66 *Md. L. Rev.* 348 (2007), qui relève que les tribunaux qui ont appliqué les autres méthodes l'ont fait principalement dans le cas de marchés non liquides ou de transactions de gré à gré.

³¹⁴ V., ainsi, *Smith v. Bolles*, 132 *U.S.* 125, 129-30 (1889), rejetant la *benefit-of-the-bargain rule* car trop spéculative. Sur cette décision, v. M.J. Kaufman, *No Foul, No Harm: The Real Measure of Damages Under Rule 10b-5*, 39 *Cath. U. L. Rev.* 29, 35-36 (1989). V., toutefois, *Warehouse Entertainment v. McMahan & Co., Inc.*, 65 *F.3d* 1044, 1049-50 (2d *Cir.* 1995), accordant des *benefit-of-the-bargain damages*; *Gould v. Am.-Hawaiian S.S. Co.*, 535 *F.2d* 671, 781 (3d *Cir.* 1976), faisant observer que la réparation ne doit pas être limitée au préjudice calculé selon la méthode *out-of-pocket* et peut inclure, outre la valeur de l'investissement, la perte d'un profit ou d'un bénéfice potentiel, à moins que ladite perte ne soit purement spéculative; *Haddad v. Rav. Bahamas, Ltd.*, 589 *F. Supp. 2d* 1302, 1307-08 (S.D. *Fla.* 2008).

³¹⁵ Par exemple en cas de violation d'une promesse d'achat ou de vente de titres à un prix déterminé, notamment dans le cadre d'une offre publique (v., par exemple, *Osofsky v. Zipf*, 645 *F.2d* 107 (2d *Cir.* 1981)).

³¹⁶ *Randall v. Loftsgaarden*, 478 *U.S.* 647, 662 (1986).

³¹⁷ Certains tribunaux ont toutefois appliqué des *rescissory damages* dans des situations de marché ouvert. V., par exemple, *United States v. Grabske*, 260 *F. Supp. 2d* 866, 873 (N.D. *Cal.* 2002). V. également l'affaire *Blackie v. Barrack* (*Blackie v. Barrack*, 524 *F.2d* 891, 909 (9th *Cir.* 1975)), dans laquelle la Cour d'appel du deuxième circuit estime que si la méthode *out-of-pocket* est le standard ordinaire dans une action en responsabilité civile exercée sur le fondement de la règle 10b-5, le juge conserve le pouvoir de lui préférer des *rescissory damages*, s'il les considère appropriés dans les circonstances de la cause.

³¹⁸ Pour E. Chamblee Burch, art. préc., ce point constitue la grande différence entre les *rescissory damages* et les *out-of-pocket damages*, ceux-ci cherchant à isoler la partie due à la fraude et à n'indemniser que celle-ci. V., par exemple, *Hoxworth v. Blinder, Robinson & Co.*, 903 *F.2d* 186, 203 n.25 (3d *Cir.* 1990) : « *although the Supreme Court has reserved the question whether a rescissionary measure of damages is ever appropriate for defrauded buyers under Rule 10b-5, this court has expressed clear disapproval of a damage theory that would insure defrauded buyers against downside market risk unrelated to the fraud* »; *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 *F.2d* 534, 555 (5th *Cir.* 1981), *aff'd in part, rev'd in parts on other grounds*, 459 *U.S.* 375 (1983) : « *the rescissionary measure is unjust insofar as it compensates an investor for the nonspecific risks which he assumes by entering the market. Losses thus accruing have no relation to either the benefits derived by the defendants from the fraud or to the blameworthiness of their conduct* ».

équivalent³¹⁹. Enfin, si le remède de *disgorgement* a pu être considéré comme applicable dans les transactions de gré à gré, notamment en ce qu'il assure une fonction importante de dissuasion, il peut difficilement être utilisé en cas de fraude sur le marché puisqu'il n'y a généralement pas de profit injustifié à restituer, le demandeur ne réalisant pas de transaction directement avec l'émetteur qui ne bénéficie donc pas directement d'un profit³²⁰. En définitive, la doctrine a considéré, de manière générale, que ces remèdes n'étaient, pour l'essentiel, appropriés que dans un cadre contractuel, pour une transaction de gré à gré³²¹. Elle a estimé en revanche que dans un cas de fraude sur le marché, dans lequel les investisseurs auraient pour la plupart, sans la fausse information, réalisé quand même la transaction, mais à un prix plus juste, la méthode *out-of-pocket* s'imposait.

144 - **Synthèse.** Dans le débat entre réparation d'une altération de la décision et altération du cours en cas de fraude sur le marché, le droit américain a clairement, depuis plusieurs dizaines d'années, fait le choix de la seconde. En effet, la jurisprudence américaine a, pour l'essentiel, abandonné la *reliance* et l'analyse en termes d'influence intellectuelle, pour passer à une analyse centrée sur la déformation du cours. En effet, en dépit de la présomption de *reliance* posée, c'est la méthode *out-of-pocket*, fondée sur l'altération du cours, qui s'est imposée.

³¹⁹ V., notamment, P.J. Leas, *The Measure of Damages in Rule 10b-5 Cases Involving Actively Traded Securities*, 26 *Stan. L. Rev.* 371, 376-77 (1974). Les tribunaux ont généralement considéré que les dommages-intérêts rescisoires n'étaient pour l'essentiel appropriés que dans le cadre du contrat. V. *Ross v. Bank S., N.A.*, 885 F.2d 723, 742 (11th Cir. 1989), expliquant que la rescision n'est pas un remède approprié dans une action à l'encontre de tiers ; *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534, 554 (5th Cir. 1981), *aff'd in part, rev'd in part on other grounds*, 459 U.S. 375 (1983) : « use of the rescissory measure is usually limited to cases involving either privity between plaintiff and defendant or some specific fiduciary duty owed by brokers to their customers ». V. également les explications du juge Tjoflat dans l'affaire *Ross v. Bank S., N.A.* : « rescission is an equitable remedy that restores parties to a transaction to their status quo ante. Typically, a buyer discovers a seller's fraud, promptly tenders the goods to the seller, and demands the return of his purchase price. The court then orders the seller to return the purchase price and uses its civil contempt power to coerce the seller's compliance with its order. This remedy is available, however, only against parties to a contract – a court may not order rescission in a buyer's action against a defrauding party who is not a party to the contract of sale. Thus, in the context of Rule 10b-5, where buyers often sue parties that are not in privity of contract with the buyer, rescission is unavailable ».

³²⁰ V. les observations d'E. Chamblee Burch, art. préc. Cet auteur reconnaît que la société perçoit des bénéfices indirects de la fraude (bénéfices fiscaux incidents, coût moindre du capital, protection contre les offres publiques hostiles, publicité, capacité à prendre le contrôle d'autres sociétés) et que les dirigeants sociaux peuvent temporairement bénéficier des cours plus élevés, d'un avancement, de stock options ayant plus de valeur, et d'une meilleure réputation. Elle ajoute toutefois que tous ces avantages sont hypothétiques, impossibles à évaluer et, en tout état de cause, sans doute d'une valeur sensiblement inférieure aux dommages-intérêts qui seront prononcés et qui seront donc suffisants pour purger le bénéfice indirect de la société le cas échéant.

³²¹ V. E. Chamblee Burch, art. préc., montrant que les *benefit-of-the-bargain damages*, les *rescissory damages* et le *disgorgement* ont été essentiellement utilisés et sont appropriés dans le cadre de transactions de gré à gré de nature contractuelle, et non en cas de fraude commise par l'émetteur, faute de relation contractuelle unissant celui-ci et l'investisseur. Dans le même sens, M.B. Fox, *Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 60 *Bus. Law.* 507, 512-13 (2005) ; T.F. Gillespie III, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: A Missed Opportunity to Right the Wrongs in the PSLRA and Rebalance the Private Rule 10b-5 Litigation Playing Field*, 3 *J. Bus. & Tech. L.* 161 (2008).

Certes, le droit américain, fonctionnant selon un principe de relativité aquilienne, n'a pas pu se défaire totalement de la notion de *reliance* - et, d'ailleurs, certains des auteurs qui cherchent aujourd'hui à limiter les excès des actions collectives boursières aux Etats-Unis, plaident pour le renouvellement d'une exigence effective de *reliance* sur le marché secondaire -, mais le débat actuel se concentre surtout sur le choix de l'altération du cours à réparer.

En effet, l'application de la méthode *out-of-pocket* est aujourd'hui très controversée, dans la mesure où sa mise en œuvre dans sa forme pure s'avère, en pratique, extrêmement délicate. Elle exige en effet de reconstruire *a posteriori* la valeur théorique de l'action et donc de calculer, à chaque instant de la période d'information défectueuse, la déformation du cours en distinguant au sein du cours la part due à la fausse information et la part due aux autres facteurs, notamment à l'aléa boursier. Elle suppose donc le recours à l'expertise d'économistes³²², à travers la technique des études d'événement, sur lesquelles nous aurons l'occasion de revenir plus longuement lors de l'examen du choix de politique juridique à effectuer *de lege ferenda* en droit français³²³.

Il en résulte que certains tribunaux, tout en continuant de se fonder sur la méthode *out of pocket*, contournent en fait la difficulté, en utilisant la baisse du cours de bourse survenant après la rectification de l'information comme une approximation de la déformation initiale du cours, ou le cours immédiatement après la rectification comme une approximation de la valeur véritable³²⁴. Le débat doctrinal a ainsi largement déserté la question de l'altération de la décision ou du cours, pour se concentrer sur la détermination de l'altération du cours qui doit prévaloir : l'altération du cours *ex ante* ou bien le rétablissement du cours *ex post* ?

³²² Selon Mme Colette Neuville, « *aux Etats-Unis, on utilise habituellement un logiciel qui intègre un certain nombre de paramètres afin de déterminer ce qu'aurait dû être le cours des sociétés en question si les informations trompeuses (...) n'avaient pas existé. C'est cette différence entre le cours constaté des actions sur la période et le cours ainsi estimé qui servira de base à l'indemnisation de tous les actionnaires qui feront valoir leurs droits à l'issue du procès* » (interview de C. Neuville, 5 oct. 2009, *Des centaines de milliers de personnes concernées, à propos de l'affaire Vivendi*, disponible sur <http://www.lepoint.fr>). S. Schiller, note sous Cass. com. 9 mars 2010, JCP E, 2010, n° 20, p. 1483, fait observer que « *même avec le logiciel, l'évaluation demeure longue et difficile* », en indiquant que dans l'affaire Vivendi le calcul de l'indemnisation accordée aux membres de l'action collective par un tribunal américain en date du 29 janvier 2010 va prendre, selon les avocats, « *plusieurs mois* » (citant E. Beretta, *Aux Etats-Unis, Jean-Marie Messier blanchi, Vivendi accablé !*, disponible sur <http://www.lepoint.fr>, 29 janv. 2010). Cf. *infra*, sur l'affaire Vivendi.

³²³ Cf. *infra*.

³²⁴ V., notamment, W.K.S. Wang, *Measuring Insider Trading Damages for a Private Plaintiff*, University of California, Hastings College of Law, oct. 2009, disponible sur Internet, distinguant la « *pure out of pocket measure* », qui vise à calculer précisément l'altération initiale du cours à travers une expertise économique, de l'« *expedient out of pocket measure* », qui cherche une approximation de cette altération initiale à partir de la réaction du cours de bourse lors de la rectification informationnelle.

B - Le débat sur l'altération du cours

145 - **Au cœur du débat actuel : la notion de *loss causation*.** La *transaction causation*, la composante de la causalité en lien avec la décision de l'investisseur, étant en réalité écartée pour les transactions réalisées sur le marché secondaire, c'est sur la notion de *loss causation* que va reposer toute l'exigence causale et que va se concentrer l'essentiel des difficultés conceptuelles et pratiques, comme le montrent l'âpreté du débat doctrinal et la diversité des solutions retenues en jurisprudence.

La notion de *loss causation* est généralement définie comme le lien de causalité entre l'information défectueuse et le préjudice. Précisons les choses. Etant donné que la *loss causation* est l'autre composante de la causalité par rapport à la *transaction causation*, il faut comprendre qu'elle est certes le lien de causalité entre information et préjudice, mais uniquement en termes d'influence sur le cours de bourse, à l'exclusion de toute influence intellectuelle sur la décision. En effet, de deux choses l'une. Soit il y a eu *transaction causation* auparavant, c'est-à-dire que la fausse information a déterminé la décision d'investissement, la notion de *loss causation* servira alors à déterminer l'étendue du préjudice, c'est-à-dire dans quelle mesure la mauvaise affaire faite par l'investisseur doit être mise à la charge du fautif³²⁵ ; soit il n'y a pas eu de *transaction causation*, ou tout du moins de preuve de la *transaction causation*, la notion de *loss causation*, absorbant dans ce cas toute la causalité, va alors consister dans le fait que la fausse information a eu un effet sur le cours, préjudiciable à l'investisseur, indépendamment de tout effet sur sa décision. C'est ce second cas qui concerne, essentiellement, l'information publique défectueuse sur le marché secondaire aux Etats-Unis. Toute la question est alors de déterminer l'altération du cours qui doit être retenue au titre du préjudice ; c'est sur elle que se cristallise aujourd'hui le débat aux Etats-Unis en doctrine (1) comme en jurisprudence (2).

1 - Le débat en doctrine

146 - **La controverse doctrinale sur la certitude du préjudice.** Si la doctrine considère majoritairement que la *reliance* n'a pas sa place sur le marché secondaire, elle est animée par

³²⁵ Cf. *infra*.

de profondes divergences sur la notion de *loss causation*, l'altération du cours à retenir au titre de la causalité et du préjudice. Ces divergences portent en grande partie en fait sur la place reconnue au marché dans la caractérisation et l'évaluation du préjudice ; le débat est donc essentiellement de nature probatoire. Deux courants de pensée s'affrontent : l'un défendant une théorie, qualifiée de « *théorie de la surévaluation* », selon laquelle la preuve d'un effet initial sur le cours par la fausse information suffit à établir la causalité ; l'autre, défendant une théorie que l'on nommera « *théorie des préjudices fantômes* », qui exige une réaction du marché lorsque celui-ci prend conscience de la véritable situation pour reconnaître l'existence d'un préjudice certain. La première théorie s'inscrit ainsi essentiellement dans une perspective *ex ante*, c'est-à-dire préalable à la rectification de l'information sur le marché (a) ; la seconde théorie analyse, dans une perspective *ex post*, la réaction du marché à la suite de cette prise de conscience et n'admet la réparation que si cette réaction se traduit par un effet sur le cours (b)³²⁶.

a - La perspective *ex ante* : la théorie de la surévaluation

147 - **La théorie de la surévaluation dans une perspective *ex ante*.** La théorie, que la doctrine américaine dénomme généralement « *théorie de la surévaluation* » (« *inflation theory* »³²⁷) est, tout du moins dans sa formulation, d'une grande simplicité conceptuelle. Se fondant sur l'efficience du marché secondaire, elle énonce en effet qu'en cas de fraude sur le marché, le

³²⁶ C'est donc, on l'a dit, par rapport à la rectification de l'information que nous nous situons *ex ante* ou *ex post*. L'on pourrait se demander, s'agissant de la seconde théorie, s'il est encore approprié de parler d'« *altération du cours ex post* », alors que, de fait, la rectification informationnelle a pour effet de rétablir le cours à sa véritable valeur. Il nous semble toutefois, que si l'on admet la réparation du préjudice lié à la rectification informationnelle, c'est parce que l'on prend implicitement en compte qu'un investisseur a nécessairement subi au préalable un préjudice de surévaluation lors de l'achat du titre pendant la période d'information défectueuse. En effet, à défaut, la légitimité de la réparation de l'impact exercé sur le cours par la rectification informationnelle pourrait sérieusement être mise en doute, étant donné que le préjudice ne résulte alors que du rétablissement de la vérité. C'est d'ailleurs pour cela qu'aux Etats-Unis, les investisseurs ayant seulement conservé leurs actions et non procédé à une quelconque transaction, sont exclus de la réparation en cas d'une méthode fondée sur l'altération du cours, qu'elle soit *ex ante* ou *ex post*. A cet égard, le professeur Merritt Fox fait remarquer, avec une grande justesse, que l'approche *ex post*, ne fait intrinsèquement que reformuler dans une perspective *ex post* le fait que le demandeur a, *ex ante*, payé plus cher qu'il ne l'aurait fait en l'absence de diffusion de l'information mensongère (cf. *infra*).

³²⁷ Ou « *inflated purchase price theory* », cette théorie s'étant essentiellement concentrée sur le problème de la surévaluation du cours, plus que sur celui de la sous-évaluation. Cette théorie a également été dénommée « *théorie de la causalité pure* » (« *pure causation theory* »), au sens où devait alors être faite la preuve de la seule causalité (c'est-à-dire en fait de la *loss causation*) à l'exclusion de celle de la *reliance* (v. B. Black, *A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions*, 62 *N.C. L. Rev.* 435 (1984)). L'on passe ainsi d'une analyse centrée sur la tromperie à celle fondée sur une manipulation du marché (*ibid.*).

préjudice se résume à l'effet, au moment de la transaction concernée, de l'information publique défectueuse sur le cours de bourse (c'est-à-dire une surévaluation ou une sous-évaluation du prix, respectivement en cas d'achat ou de vente). Elle se situe ainsi dans une perspective *ex ante*, c'est-à-dire antérieure au rétablissement de la vérité sur le marché, en ce qu'elle cherche à indemniser l'investisseur qui initialement achète trop cher ou ne vend pas assez cher, sans se préoccuper d'analyser la réaction du marché lors de la rectification de l'information. Le préjudice se résume ainsi à l'altération initiale du cours³²⁸, et partant la causalité n'exige plus que la preuve que cette altération a bien pour origine l'information publique défectueuse. Cette approche a été promue, à partir des années 1970-1980, par le professeur Daniel Fischel dans différents articles³²⁹. Il y affirme, en se fondant sur la théorie financière moderne de l'efficacité des marchés financiers, que dans les situations intéressant des titres qu'il qualifie de « *titres activement négociés* » (« *actively traded securities* »), les exigences de preuve du caractère significatif de l'information, de la causalité et de l'évaluation du préjudice se résument toutes au même problème : le montant duquel l'information publique défectueuse a artificiellement gonflé le prix d'achat (ou sous-évalué le prix de vente).

Aujourd'hui, le professeur Merritt Fox constitue, au sein de la doctrine américaine, le plus ardent défenseur de cette théorie³³⁰, qu'il fonde sur la distinction, qu'il juge fondamentale,

³²⁸ L'approche *ex ante* exige ainsi une évaluation des dommages-intérêts selon la méthode dite « *out-of-pocket* », ce qui revient à une indemnisation égale au montant additionnel payé par le demandeur du fait de l'information mensongère au moment de l'achat (en supposant que le marché réalise complètement la vérité préalablement à la revente). La méthode *out-of-pocket* est d'ailleurs la méthode standard d'évaluation du préjudice au titre de la règle 10b-5 (cf. *supra*).

³²⁹ Cet auteur commence par exposer ses idées dans trois premiers articles : *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporation Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, 57 *Tex. L. Rev.* 1 (1978) ; *The Law and Economics of Dividend Policy*, 67 *Va. L. Rev.* 699 (1981) ; *Secondary Liability Under Section 10(b) of the Securities Act of 1934*, 69 *California L. Rev.* 80 (1981). En 1982, il publie ce qui est considéré aujourd'hui comme un article de référence : *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 *Bus. Law.* 1 (1982). Il développe ensuite sa théorie, seul ou avec d'autres auteurs, dans toute une série d'articles : *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 *U. Chi. L. Rev.* 611 (1985) (avec F.H. Easterbrook) ; *Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory*, 74 *Cornell L. Rev.* 907 (1989) ; *The Use of Trading Models to Estimate Aggregate Damages in Securities Fraud Litigation: A Proposal for Change, in Securities Class Actions: Abuses and Remedies (The National Legal Center for the Public Interest)*, 1994 (avec D.J. Ross). Le juge Frank Easterbrook et le professeur Daniel Fischel ont regroupé leurs arguments dans un ouvrage de référence publié en 1991 (*Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991).

³³⁰ Cet auteur a développé ses idées dans de nombreux articles traitant de la causalité en cas de fraude sur le marché. V. M.B. Fox, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 31 *J. Corp. L.* 829 (2006) ; *Understanding Dura*, 60 *Bus. Law.* 1547 (2005) ; *Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 60 *Bus. Law.* 507 (2005). V. également de cet auteur, *Why Civil Liability For Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?*, 2009 *Wisconsin Law Review* 297 (2009) ; *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 *Colum. L. Rev.* 237 (2009). Il faut préciser ici que, selon le professeur Merritt Fox, la notion de *loss causation*, et plus

entre les situations de fraude sur le marché, c'est-à-dire d'information publique défectueuse sur le marché secondaire, et les situations autres que celles de fraude sur le marché, c'est-à-dire essentiellement les transactions de gré à gré de titres non cotés et les introductions en bourse. Il oppose ces deux types de situation en se fondant sur une caractéristique majeure du seul marché secondaire : l'efficacité du prix payé (ou reçu) par la victime. Cette caractéristique permet, selon lui, de considérer que l'investisseur a payé trop cher ou a reçu trop peu et d'éviter ainsi le détour par la décision intellectuelle de l'investisseur en cas de fraude sur le marché (ii), alors que, dans les autres situations, le prix n'étant pas efficace, ce détour sera indispensable (i).

i - Les situations de *reliance*

148 - **L'inefficacité du prix dans les transactions de gré à gré de titres non cotés et les introductions en bourse : le rejet de la perspective *ex ante*.** M. Merritt Fox commence par distinguer les situations où, pour mettre en jeu la responsabilité civile de l'auteur d'une information mensongère, un investisseur n'a pas d'autre moyen, au titre de la preuve de la causalité, que de démontrer la *reliance*, c'est-à-dire qu'il a été influencé dans sa décision d'investissement par ladite information mensongère. Et ce parce que, dans la mesure où le prix payé en cas d'achat ou reçu en cas de vente n'est pas efficace, l'investisseur n'est pas à même de faire valoir qu'il a payé trop ou reçu trop peu par rapport à un juste prix. Ces situations recouvrent essentiellement, selon lui, les transactions de gré à gré de titres non cotés³³¹, pour lesquelles la notion de *transaction causation* a d'ailleurs été développée en jurisprudence, ainsi que les introductions en bourse sur le marché primaire.

largement le cadre conceptuel dual de *transaction causation* et *loss causation*, n'est appropriée que dans le cas de la *reliance*, non dans celui de fraude sur le marché. Il explique, en effet, que les tribunaux américains ont, après avoir dégagé la notion de *transaction causation*, développé celle de *loss causation* dans le cadre des transactions de gré à gré, dans le but de limiter l'étendue de la réparation, sur le modèle de la *proximate cause* (cf. *supra*). Il considère, en revanche, que l'exigence de *loss causation* n'a pas de sens dans le cadre d'une action fondée sur la théorie de la fraude sur le marché, parce que le préjudice, qui consiste à avoir payé trop cher, découle directement de l'information mensongère ; il n'y a donc pas de risque que l'auteur de la faute doive indemniser des risques non liés à l'information mensongère puisque ce préjudice, définitivement fixé lors de l'achat, ne dépend pas de l'évolution du cours de bourse après la date d'achat (v. M.B. Fox, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 31 *J. Corp. L.* 829, 837 (2006)).

³³¹ La décision fondatrice *List v. Fashion Park* a été prise par la Cour d'appel du second circuit en 1965 (*List v. Fashion Park, Inc.*, 340 *F.2d* 457 (2d Cir. 1965)). Dans cette affaire, relative à une omission et non pas à la diffusion d'une fausse information, un investisseur demandait réparation au motif que le silence d'un initié, tenu selon lui d'un « *devoir de parler* » (« *duty to speak* »), lui avait causé un préjudice. Le tribunal de district, après avoir rappelé que l'exigence de *reliance* issue du tort de fraude devait également s'appliquer au regard de la

Il reprend en outre l'argumentation développée par la Cour suprême s'agissant de l'évaluation subjective à laquelle se livre l'investisseur dans une transaction de gré à gré. Il explique ainsi que, le prix d'achat payé par l'investisseur n'étant pas fixé par un marché secondaire efficient dans le cas de transactions de gré à gré de titres non cotés ou d'un achat de titres dans le cadre d'une introduction en bourse, la relation entre l'information et le prix est incertaine, au sens où le prix ne reflète pas nécessairement l'information, et la valeur du titre dépend de facteurs bien plus subjectifs³³². Et cela parce qu'aussi bas qu'il aurait fallu que soit le prix pour qu'un investisseur particulier souhaite acheter s'il avait eu connaissance de la vérité, la mesure de la surévaluation du prix pour cet investisseur particulier est impossible à connaître. Il en conclut que le préjudice ne peut donc pas être l'effet initial de l'information mensongère sur le prix, dans une perspective *ex ante*.

149 - **La véritable nature du préjudice : la perte latente ou réalisée dans une perspective *ex post*.** En revanche, explique M. Merritt Fox, dans ces situations, le préjudice se matérialise sous la forme d'une perte, qu'elle soit latente (en cas de conservation du titre dont la valeur a baissé depuis la date d'achat) ou réalisée (en cas de vente du titre dont la valeur a baissé depuis la date d'achat, à un prix donc inférieur au prix d'achat). Il propose ainsi de passer d'une perspective *ex ante* à une perspective *ex post*, dans la mesure où l'influence déterminante exercée par l'information mensongère sur la décision de l'acheteur ne le conduit pas nécessairement à faire une mauvaise affaire, mais le met simplement en situation de bénéficiaire de toutes sortes de gains possibles et de subir toutes sortes de pertes possibles du fait de la détention du titre ; ce n'est que si l'acheteur subit finalement une perte, que ce préjudice devra être réparé par l'auteur de l'information mensongère.

C'est donc un préjudice d'altération concrète de la décision qu'il convient, selon lui, de réparer dans cette situation. L'analyse doit alors être centrée sur deux éléments : premièrement, quelle que soit la valeur du titre au moment de l'achat par rapport au prix d'achat payé, cet investisseur particulier n'aurait pas acheté (au prix proposé) s'il avait connu la vérité ; deuxièmement, les risques que la vérité aurait révélés se sont en fait réalisés, d'où la

règle 10b-5, rejeta la demande en estimant qu'en l'espèce le demandeur aurait acheté même s'il avait connu la vérité. La décision fut confirmée en appel.

³³² V. *LTV Sec. Litig.*, 88 F.R.D. 134, 143 (N.D. Tex. 1980) : « dans les transactions de gré à gré, la question de savoir si un investisseur s'est fondé sur l'information réside dans l'évaluation subjective par cet investisseur du prix de cette information » (cité dans *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 244 (1988)).

limitation de la réparation aux pertes en lien avec la fausse information³³³. Le demandeur doit donc prouver qu'il aurait agi différemment s'il avait connu la vérité - ce qui requiert au minimum qu'il ait eu connaissance de l'information mensongère -, et que les risques dissimulés se sont réalisés.

ii - La fraude sur le marché

150 - **L'efficience du prix : l'adoption d'une perspective *ex ante*.** M. Merritt Fox en vient ensuite au cas de fraude sur le marché, qui se distingue radicalement, selon lui, des situations de *reliance*, en ce que les investisseurs interviennent alors sur des marchés secondaires ouverts et actifs sur lesquels les cours de bourse peuvent être considérés comme efficaces. Il explique que cette caractéristique du cours, auquel se réalise la transaction, vient modifier substantiellement la façon dont doit être envisagée l'exigence de causalité : en cas d'achat par exemple, l'information mensongère ne préjudicie pas tant à l'acheteur en ce qu'il a acquis un titre dont la valeur va par la suite baisser, mais plutôt en ce qu'elle lui a fait payer un prix d'achat trop élevé. La preuve de la causalité, poursuit-il, consiste ainsi à montrer que la fausse information a eu pour conséquence que le prix payé par le demandeur lors de l'achat était trop élevé³³⁴, effet qui peut en outre être présumé à partir du caractère significatif de l'information. Il observe que l'on passe ainsi d'une perspective *ex post* à une perspective *ex ante*, et que ce changement de perspective est rendu possible par une caractéristique du marché, son efficacité. En effet, explique-t-il, étant donné que le marché est efficace, le cours de bourse reflète l'information disponible et notamment l'information mensongère délivrée au public, et peut donc être considéré comme surévalué ou sous-évalué par rapport à sa juste valeur, sa valeur intrinsèque ; il s'en déduit que le prix auquel se réalise une transaction, s'il correspond au cours de bourse, peut être considéré comme trop ou insuffisamment élevé. En conclusion,

³³³ M. Merritt Fox remarque que le préjudice subi en cas de *reliance* - perte ou baisse de valeur - peut être conceptualisé comme une forme modifiée de *recessionary damages*. En effet, si les « *pure recessionary damages* » consistent dans la différence entre le prix payé et le prix auquel les titres ont été vendus, ou, s'ils sont encore détenus par l'investisseur, le prix au moment de l'action en justice, les « *modified recessionary damages* » ou « *semi-recessionary damages* » seraient égaux à cette différence de laquelle on soustrairait la partie du préjudice imputable à d'autres facteurs que la fausse information. Ce dernier type d'évaluation des dommages-intérêts correspond bien à l'idée que l'investisseur a été mis par la diffusion de l'information mensongère dans la situation de subir potentiellement des pertes et que, par conséquent, toutes les pertes qui surviennent doivent être réparées, à l'exception de celles dépourvues de lien avec l'information mensongère.

³³⁴ Ce principe doit trouver à s'appliquer aussi bien à l'acheteur qu'au vendeur sur le marché secondaire, respectivement en cas d'information exagérément positive ou exagérément négative.

pour M. Merritt Fox, en cas de fraude sur le marché, le lien de causalité entre la fausse information et le préjudice prend la forme particulière d'un effet sur le cours de bourse au moment de la transaction litigieuse, qui peut en outre être présumé compte tenu du caractère significatif de l'information, et se détache par conséquent de tout élément subjectif relatif à la décision de l'investisseur.

S'agissant plus précisément de cet élément subjectif, il ajoute que, si la preuve de l'exigence de *transaction causation* ou de *reliance* n'est pas nécessaire sur le marché secondaire du fait de son efficience, il s'agirait le plus souvent, en tout état de cause, d'une preuve impossible. Il montre en effet que, sur le marché secondaire, l'information mensongère n'est généralement pas une cause nécessaire de la décision d'investissement ; l'investisseur aurait, par exemple, acheté même si l'information mensongère n'avait pas été diffusée, elle n'a pas été déterminante de sa décision d'achat. Il explique ainsi que le demandeur typique dans une action collective pour fraude sur le marché appartient à un groupe composé principalement d'investisseurs et de fonds, notamment, indiciels, qui effectuent des achats anonymes sur le marché secondaire (du *NYSE* ou du *NASDAQ* par exemple) et qui peuvent très bien ne pas avoir eu connaissance de l'information mensongère. Quand bien même le demandeur en aurait eu connaissance, poursuit-il, il y a peu de chances que l'information mensongère ait été déterminante de sa décision d'acheter parce que cette information, si elle a fait apparaître l'action plus attractive qu'elle ne l'était réellement, l'a rendue également bien plus chère. Il en déduit que le demandeur, qu'il ait eu connaissance de cette fausse information ou pas, aurait probablement conclu la transaction, mais seulement, si l'information mensongère n'avait pas été diffusée, à un prix inférieur, de sorte que le préjudice n'est qu'un préjudice d'altération de cours. Il en conclut que la notion de *reliance* ou de *transaction causation* est ainsi dépourvue de toute pertinence en cas de fraude sur le marché, et se montre très critique vis-à-vis de la jurisprudence à laquelle il reproche d'avoir maintenu cette notion sur le marché secondaire, en la réduisant toutefois à une simple confiance présumée et la rendant ainsi parfaitement triviale.

En outre, pour M. Merritt Fox, le choix de retenir, pour les transactions effectuées sur un marché secondaire efficient, une approche *ex ante* fondée sur le prix de la transaction, est résolument moderne au regard également de l'objectif de dissuasion. En effet, explique-t-il, l'analyse économique du droit, parce qu'elle est soucieuse de l'effet de la loi sur le comportement et les motivations des différents acteurs, doit être tournée vers le passé, vers le

moment de la conclusion de la transaction. En clair, en tenant pour responsable l'auteur de l'information mensongère de la surévaluation du prix d'achat par exemple, on ne met à sa charge que ce qui dépend directement de son fait, et non les autres conséquences négatives liées à l'évolution postérieure du titre détenu, sans lien avec l'information mensongère. On incite ainsi d'autant plus les auteurs des informations délivrées au public à se garder de tout comportement délictueux.

Cet auteur reconnaît toutefois que l'approche *ex ante* qu'il préconise pose deux difficultés majeures : d'une part, réussir à identifier des situations dans lesquelles une information mensongère a effectivement artificiellement gonflé le prix d'achat ; d'autre part, parvenir à limiter l'indemnisation des investisseurs qui ont certes acheté trop cher, mais qui ont revendu suffisamment tôt pour vendre à un prix encore artificiellement gonflé - on parle des « *in-and-out traders* » -, ce qui pose notamment la question de la détermination de la date du rétablissement de la vérité sur le marché³³⁵.

151 - **Synthèse.** La théorie de la surévaluation repose fondamentalement sur le particularisme du marché secondaire, caractérisé par l'efficacité du cours de bourse, ce qui le distingue radicalement du marché primaire et des transactions de gré à gré de titres non cotés caractérisés, pour leur part, non par l'efficacité du prix, mais par l'existence d'une influence intellectuelle de l'information. Il s'en déduit, selon cette théorie, qu'en cas de fraude sur le marché secondaire, le véritable préjudice est le préjudice d'altération de cours subi *ex ante*, égal par exemple à la surévaluation initialement causée par l'information défectueuse diminuée le cas échéant de la surévaluation restante au jour de la vente (ou de l'action en justice). Dès lors, la principale difficulté est d'ordre probatoire, puisqu'il s'agit de faire la preuve de la surévaluation initiale ainsi que de la surévaluation restante au jour de la vente. La majorité de la doctrine partage aujourd'hui l'idée que la notion de *reliance* n'est pas appropriée et doit être abandonnée dans une situation de fraude sur le marché secondaire. Toutefois, parmi ces auteurs, certains ont mis en doute le caractère certain du préjudice d'altération de cours *ex ante*, et ont proposé une autre théorie dans le cadre d'une perspective *ex post*.

³³⁵ Dans ses articles, M. Merritt Fox se livre, à cet égard, à une analyse concrète et très détaillée de l'ensemble des situations qui peuvent se poser et des preuves qui peuvent alors être apportées. V., notamment, M.B. Fox, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 31 *J. Corp. L.* 829 (2006).

b - La perspective *ex post* : la théorie des préjudices fantômes

152 - La « *théorie des préjudices fantômes* » dans une perspective *ex post*. Une partie de la doctrine américaine s'est fermement opposée à la théorie de la surévaluation, en exigeant plus qu'un simple effet initial sur le cours : une réaction du marché lors de la prise de conscience de la vérité. L'on passe alors d'une perspective *ex ante* à une perspective *ex post*. C'est essentiellement le professeur John Coffee qui, au sein de la doctrine américaine, a exprimé ce point de vue.

Il reconnaît que la théorie de la surévaluation est cohérente d'un point de vue économique : parce que le marché est en principe efficient, une fausse information significative doit *a priori* entraîner une surévaluation du cours de bourse de sorte qu'un investisseur ayant acheté à ce prix surévalué a en principe subi un préjudice ; cet investisseur n'aurait donc, pour justifier de l'existence de son préjudice, qu'à démontrer la surévaluation du cours de bourse. Il la rejette toutefois, essentiellement sur le fondement de l'absence de certitude du préjudice, en estimant qu'elle est susceptible de réparer « *des préjudices fantômes* », à défaut d'être confirmés par une réaction du marché lors du rétablissement de la vérité³³⁶. Nous qualifierons ainsi sa théorie de « *théorie des préjudices fantômes* ». Il convient d'en présenter le contenu (i), ainsi que les critiques qui lui ont été adressées (ii).

i - Le contenu de la théorie

³³⁶ V. J.C. Coffee, Jr., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, 60 *Bus. Law.* 533, 546 (2005). La controverse oppose en premier lieu les professeurs John Coffee et Merritt Fox. D'autres auteurs s'inscrivent dans la lignée de John Coffee mais se montrent, généralement, plus exigeants. Certains auteurs exigent, comme John Coffee, une baisse de cours ultérieure, mais également une surévaluation initiale. C'est le cas, dès 2004, de J.W. Eisenhofer, G.C. Jarvis & J.R. Banco, *Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation*, 59 *Bus. Law.* 1419 (2004), qui admettent toutefois, comme John Coffee, que la baisse de cours doit être en lien avec la prise de conscience de la vérité par le marché mais pas forcément avec la rectification officielle de l'information. De la même façon, A.M. Erdlen, *Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions*, 80 *Fordham L. Rev.* 877 (2011), exige, pour reconnaître l'existence d'un préjudice, à la fois une surévaluation initiale et une réaction du marché lorsqu'il prend conscience de la vérité, en considérant qu'à défaut la responsabilité civile jouerait le rôle d'une assurance. D'autres auteurs adoptent une conception encore plus restrictive : E. Chamblee Burch, art. préc., exige une perte latente ou réalisée (en cas de vente) au titre du préjudice ; T.F. Gillespie III, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: A Missed Opportunity to Right the Wrongs in the PSLRA and Rebalance the Private Rule 10b-5 Litigation Playing Field*, 3 *J. Bus. & Tech. L.* 161 (2008) se montre encore plus strict puisqu'il exige une vente (*sell-to-sue requirement*), une perte réalisée lors de cette vente et la preuve que cette perte est le fait du rétablissement de la vérité. Le mieux, selon lui, à cet égard est de montrer que la baisse de cours a suivi immédiatement l'information rectificative (cf. *infra*), mais il reconnaît que d'autres types de preuve peuvent être admis. La problématique a, de manière générale, été renouvelée par l'importante critique relative à la faible efficacité des actions collectives boursières, aussi bien en termes de réparation que de dissuasion ; l'idée étant, dès lors, qu'il vaut mieux ne pas en faciliter l'exercice par l'adoption de la théorie de la surévaluation (cf. *infra*).

153 - **Le rejet de la théorie de la surévaluation : la prédominance accordée au marché.** Si le professeur John Coffee rejette la théorie de la surévaluation, qu'il juge par ailleurs logique, c'est pour une raison simple qui tient au caractère certain du préjudice et au rôle respectif du marché et du juge à cet égard. Il considère en effet que seul le marché peut établir avec certitude l'existence d'un préjudice : si le juge (ou le jury) est le plus à même de déterminer la faute, c'est le marché qui est le plus à même de savoir comment valoriser une information et donc déterminer l'étendue du préjudice³³⁷ ; on ne peut ainsi qu'accorder une confiance très limitée dans l'appréciation par un juge de l'impact de l'information sur le cours de bourse. Et ce d'autant plus que le cours de bourse peut, par exemple, avoir été artificiellement gonflé en raison d'une multitude de facteurs. Il peut s'agir notamment d'une bulle spéculative, dans le cas, par exemple, où les actionnaires ont acquis leurs titres sur le marché secondaire peu après une introduction en bourse (alors que le cours de bourse s'était apprécié sous l'effet d'un marché en surchauffe)³³⁸.

Il déduit de cette primauté du marché dans la détermination du préjudice que, lorsqu'une fausse information est diffusée publiquement sur le marché secondaire, un préjudice certain ne peut être caractérisé qu'en cas de réaction du marché, par une variation du cours de bourse en relation avec l'émergence de la vérité, et que c'est cette variation du cours qui donnera la mesure du préjudice. La réparation d'un tel préjudice d'altération *ex post* requiert donc pour l'investisseur d'apporter la preuve de deux éléments : l'existence d'une baisse ou d'une hausse de cours identifiable ; le lien de causalité entre cette baisse ou cette hausse et la découverte de la vérité par le marché. Pour lui, le juge qui, en application de la théorie de la surévaluation, estime artificiellement gonflé le cours de bourse d'une action lors de l'achat et indemnise des acheteurs alors même que le cours n'a par la suite jamais baissé (ou bien a baissé, mais pour des raisons totalement étrangères), ne fait que réparer un préjudice incertain qu'il qualifie de « *préjudice fantôme* » (« *phantom loss* »), et fait de l'émetteur un assureur.

Plus généralement, permettre une telle détermination hypothétique du préjudice, sans que celui-ci soit corroboré par une quelconque réaction du marché, étend, selon lui, la mission des

³³⁷ Le système judiciaire pouvant alors avoir à répartir les dommages-intérêts entre les victimes.

³³⁸ Les investisseurs se prévaudront dans ce cas de la règle 10b-5 et non de la section 11 du *Securities Act* de 1933 relative au marché primaire dès lors qu'en vertu de celle-ci, les dommages-intérêts sont calculés à partir du prix auquel le titre a été offert au public, c'est-à-dire en l'espèce le prix de l'offre dans l'introduction en bourse. Il ne peut donc y avoir indemnisation en application de la section 11 que si le prix sur le marché secondaire descend en dessous du prix de l'offre, ce qui n'est pas fréquent. Cf. *infra*.

tribunaux au-delà de leur rôle traditionnel consistant à allouer des préjudices dont l'existence a été démontrée, et réduit corrélativement le rôle du marché³³⁹. Plus généralement encore, prenant en compte les fonctions traditionnelles assignées à la responsabilité civile aux Etats-Unis - la réparation et la dissuasion -, et partant du constat que les actions pour fraude sur le marché ne permettent d'assurer convenablement ni l'une ni l'autre de ces fonctions³⁴⁰, il observe que la théorie de la surévaluation, si elle ne crée pas ce problème, vient l'amplifier en facilitant lesdites actions.

M. John Coffee nuance quelque peu cette appréciation restrictive de la causalité en précisant qu'il ne va toutefois pas jusqu'à exiger que la réaction du marché ait lieu à la suite de la rectification publique de l'information défectueuse (comme cela avait été le cas dans l'affaire *Worldcom*), et ce car le marché peut prendre conscience de la fraude bien avant une information publique rectificative, en raison d'articles de presse, d'actions gouvernementales, de rumeurs de marché ou de ventes pratiquées par un vendeur à découvert. Il en déduit que les tribunaux doivent reconnaître, d'une part, qu'une réaction du marché peut parfois précéder la rectification officielle et, d'autre part, que la seule baisse, par exemple, du cours après la rectification peut ne pas représenter l'entier préjudice, une autre partie de la baisse pouvant avoir eu lieu avant ladite rectification³⁴¹. Il reste que, pour lui, une réponse du marché doit avoir lieu à travers une variation du cours, la surévaluation du prix d'achat qui n'est jamais corrigée par la suite par une réaction identifiable du marché étant un préjudice par trop hypothétique pour pouvoir être réparé.

154 - **Le rejet de la présomption de surévaluation.** Refusant de voir dans le paiement d'un prix d'achat surévalué un préjudice réparable, M. John Coffee rejette *a fortiori* la présomption de surévaluation, selon laquelle le caractère significatif de l'information devrait faire présumer son effet initial sur le cours³⁴², car il estime qu'elle ne repose pas sur la vraisemblance. Il fait en effet observer avec justesse que, d'une part, le caractère significatif d'une information est apprécié par rapport au standard de l'investisseur raisonnable alors que le marché ne se

³³⁹ Il reconnaît toutefois que la réaction du marché peut parfois masquer un préjudice éventuel en raison de la compensation d'informations positives et négatives.

³⁴⁰ Cf. *infra*.

³⁴¹ Sur ces points, v. J.W. Eisenhofer, G.C. Jarvis & J.R. Banco, *Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation*, 59 *Bus. Law.* 1419 (2004)

³⁴² Cette présomption est notamment été proposée en doctrine par M.B. Fox, *Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 60 *Bus. Law.* 507, 520 (2005). Cf. *supra*.

comporte pas nécessairement comme un investisseur raisonnable, et d'autre part, que cette appréciation relève du juge (ou du jury) et non du marché. Il ne s'agit pas, selon lui, de rejeter la théorie de l'efficience des marchés, mais de reconnaître que l'appréciation faite par un juge n'est pas celle du marché : le fait qu'un juge estime un fait significatif ne veut pas dire que le marché lui aurait donné de l'importance, et ce d'autant plus que le caractère significatif est fondé sur le critère de l'investisseur raisonnable. De ce point de vue encore, il défend la primauté du rôle du marché³⁴³.

Il ajoute que cette présomption de causalité a également pour effet de supprimer en pratique toute obligation de démontrer un lien causal entre l'information défectueuse et un préjudice, du fait de la particularité du système procédural américain. En effet, sur le fond, l'adoption d'une présomption de causalité ne devrait en principe pas avoir beaucoup d'incidence, le demandeur devant toujours apporter la preuve de l'existence du préjudice, si bien que les problèmes qui se posent au stade de l'examen de la causalité seraient simplement traités plus tard au stade de la détermination du préjudice (au cours duquel le demandeur supporte également la charge de la preuve). Mais le contentieux aux Etats-Unis ne parvient généralement pas jusqu'à ce stade en raison de la fréquence des transactions conclues avant l'examen judiciaire du préjudice. Ainsi, l'adoption d'une présomption de causalité désavantagerait grandement les défendeurs et conduirait à une augmentation du montant des transactions. M. John Coffee reproche ainsi à M. Merritt Fox de ne pas suffisamment prendre en compte l'aspect procédural et ajoute que ce qui les distingue pourrait être simplement résumé par le fait que, pour lui, « *la procédure compte* »³⁴⁴.

155 - **Exemple.** Pour illustrer sa théorie, M. John Coffee prend l'exemple suivant : une *start-up* spécialisée dans les hautes technologies s'abstient de révéler au public qu'un brevet, très

³⁴³ M. John Coffee fait encore remarquer que le droit positif américain opère une distinction, qu'il juge fondée, entre le marché primaire et le marché secondaire, mettant la charge de la preuve de la *loss causation* sur le demandeur lorsque la transaction est effectuée sur le marché secondaire, et celle de l'absence de *loss causation* sur le défendeur lorsque la transaction est effectuée sur le marché primaire. Cette distinction serait, selon lui, mise à mal si, pour une transaction réalisée sur le marché secondaire, la seule preuve de la surestimation du cours de bourse par l'information défectueuse suffisait à prouver la *loss causation*.

³⁴⁴ M. John Coffee met en garde également contre les conséquences pratiques de cette présomption. Si caractère significatif de l'information signifie effet sur le cours et donc causalité, les avocats des demandeurs potentiels pourraient, selon lui, être incités à chercher les baisses de cours importantes sur le marché et tenter alors de démontrer qu'une information significative erronée a été diffusée même si d'autres faits significatifs et dûment diffusés (par exemple, dans l'affaire *Dura v. Broudo* (cf. *infra*), la baisse des bénéfices plutôt que l'absence d'autorisation d'un médicament dont se plaignaient les demandeurs) semblent davantage expliquer la baisse du cours de bourse.

important pour son activité, pourrait ne pas être valable parce qu'il viole celui d'une société concurrente, mais avant qu'une quelconque information ne soit donnée sur ce point, tous les dirigeants importants de la société périssent dans un accident d'avion, ce qui freine considérablement son activité et fait alors chuter le cours de bourse à 10 dollars. Les demandeurs, estimant que la vérité n'a pas été révélée dans son intégralité et qu'ils ont payé trop cher les actions, demandent réparation de la différence de 30 dollars entre le prix d'achat de 100 dollars et la valeur réelle de l'action au moment de l'achat qu'ils évaluent à 70 dollars (du fait de l'omission relative au brevet). Ils demandent donc à être indemnisés de 30 dollars pour une action qui n'en vaut plus que 10 et alors qu'un autre événement semble davantage expliquer la baisse du cours de bourse.

Pour M. John Coffee, ce préjudice dû à la seule surévaluation n'est qu'un « *préjudice fantôme* », c'est-à-dire un préjudice trop incertain en l'absence de toute preuve que le marché aurait considéré l'action surévaluée. Il avance plusieurs raisons. Il indique, premièrement, que si le juge ou le jury est compétent pour se prononcer sur le caractère significatif d'une information, il ne peut raisonnablement pas mesurer son impact financier en l'absence d'une évaluation par le marché, on ne peut donc qu'accorder une confiance très limitée à son évaluation, et ce d'autant que le cours de bourse peut avoir été artificiellement gonflé en raison d'une multitude de facteurs. Cette première raison constitue le cœur de sa théorie, telle que nous l'avons préalablement exposée. Il donne ensuite deux autres raisons qui nous paraissent peu convaincantes, tout du moins du point de vue du droit français, mais que nous citons par souci d'exactitude et parce qu'elles pourraient éventuellement être utilisées en droit français.

Il ajoute, deuxièmement, que même si une information significative négative a été dissimulée par l'émetteur conduisant à une surévaluation, celui-ci a également pu taire une information positive, car les sociétés cherchent à cacher certaines informations à leurs concurrents, de sorte que la valeur réelle a pu bien être de 100 dollars voire davantage. Cette deuxième raison ne nous semble guère convaincante puisqu'elle ne correspond pas à la définition classique d'un préjudice : lésion d'un intérêt se traduisant par une perte imputable au responsable³⁴⁵, qui s'infère de la comparaison entre la situation actuelle de la victime et celle qui aurait existé

³⁴⁵ C'est la définition proposée dans le projet Catala (art. 1343).

si le fait dommageable ne s'était pas produit³⁴⁶. En l'espèce, si l'on tient pour exacte l'évaluation à 70, ce qui est le présupposé ici, la victime a bien payé 100 quelque chose qu'elle n'aurait payé que 70 sans le comportement fautif, peu important que la valeur en soit bien 100.

Il indique, troisièmement, que le problème de brevet constitue un risque qui peut ou non se matérialiser : s'il avait été révélé, il se peut que le cours de bourse ait plongé temporairement à 70 dollars puis soit remonté à 100 dollars, notamment si la société était parvenue à faire valoir ses droits ; pourquoi alors les investisseurs n'ayant pas vendu leurs titres devraient être indemnisés pour une baisse seulement temporaire du cours de bourse qui ne les a pas finalement affectés ? Cette justification, relative à la question de la matérialisation du risque, ne convainc pas plus parce que, comme précédemment, elle ne cadre pas avec la définition classique du préjudice. Plus précisément, la question n'est pas relative ici à la matérialisation du risque en tant que telle, mais à l'information relative à la possibilité de matérialisation de ce risque, à l'existence de ce risque. On comprend en effet qu'une personne à laquelle l'on fait subir un risque ne soit indemnisée qu'en cas de matérialisation de ce risque³⁴⁷ - même si au vrai la question de la réparation de la simple exposition à un risque se pose aujourd'hui, en droit français tout du moins³⁴⁸. En revanche, on ne voit pas en quoi celui qui a payé plus cher un bien parce qu'une information relative à l'existence d'un risque n'a pas été donnée ne devrait pas être indemnisé, peu important la question de la matérialisation ultérieure du risque. Il a bien payé plus cher qu'il ne l'aurait fait sans la dissimulation de cette information.

ii - Les critiques de la théorie

³⁴⁶ G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 249 ; M. Baccache-Gibeili, *op. cit.*, n° 355.

³⁴⁷ V. M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 378. En droit français, un dommage purement éventuel ou hypothétique, dont la réalisation n'est pas certaine, ne peut donner lieu à réparation. Est ainsi généralement considérée comme un préjudice éventuel l'exposition à un risque qui ne s'est finalement pas réalisé. V., notamment, Cass. 1^{re} civ. 19 déc. 2006, JCP, 2007, p. 10052, note S. Hocquet-Berg, RCA, 2007, comm. n° 64, obs. Ch. Radé : en l'espèce, à la suite de la découverte d'un défaut de conception d'une sonde équipant un stimulateur cardiaque comportant un risque de rupture, une explantation de celle-ci avait été réalisée lors d'une intervention que devait subir la patiente ; la Cour de cassation approuve la cour d'appel d'avoir estimé que le préjudice invoqué avait un caractère éventuel, la patiente ayant été soumise à un risque qui ne s'est pas réalisé.

³⁴⁸ V. M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 53 et 54, et n° 392 et s., sur la question de l'indemnisation d'un risque de dommage et l'évolution de la jurisprudence en la matière.

156 - **La réponse du professeur Merritt Fox.** Pour affirmer la validité de sa théorie, M. Merritt Fox a également cherché à montrer en quoi la théorie essentiellement opposée à la sienne - celle qui exigerait une baisse du cours de bourse, voire une perte (le cours étant devenu inférieur au prix d'achat), au jour de la rectification de la vérité - lui paraissait inexacte. Il commence par reconnaître qu'on pourrait certes tenter de rapprocher les deux thèses par le raisonnement suivant : si une information mensongère gonfle artificiellement le prix d'achat, le marché reflétera finalement, d'une façon ou d'une autre, la véritable situation en fixant le cours de bourse à un niveau inférieur à ce qu'il aurait été en l'absence de rectification ; cette baisse fournira ainsi la preuve du préjudice et de la causalité et donnera la mesure du préjudice.

Pour M. Merritt Fox, ce raisonnement pose toutefois trois problèmes. Premièrement, il ne fait intrinsèquement que reformuler dans une perspective *ex post* le fait que le demandeur a, *ex ante*, payé plus cher qu'il ne l'aurait fait en l'absence de diffusion de l'information mensongère. En outre, le fait que le cours soit, *ex post*, inférieur à ce qu'il aurait été si le marché n'avait jamais réalisé la véritable situation n'apparaît pas en soi un motif suffisant de réparation : l'obligation de réparation provient en réalité du fait que l'investisseur a, *ex ante*, payé trop cher. Deuxièmement, il n'y a pas de correspondance parfaite entre la situation *ex ante* et la situation *ex post*, dès lors que lorsque le marché réalise la véritable situation, le cours ne baissera pas nécessairement car d'autres facteurs, dépourvus de lien avec l'information défectueuse, peuvent entraîner une hausse du cours supérieure à la baisse due à la rectification de l'information. Par conséquent, même si l'information défectueuse a entraîné une surévaluation du prix d'achat initial, il ne s'ensuit pas nécessairement une baisse identifiable du cours ou une perte *ex post*. Troisièmement, d'un point de vue pratique, si le demandeur a seulement à établir que l'information défectueuse a gonflé artificiellement le prix d'achat, il n'a alors pas, pour être indemnisé, à démontrer, comme dans la théorie qui s'oppose à la sienne, qu'il a détenu le titre jusqu'à ce que le marché réalise la véritable situation³⁴⁹.

³⁴⁹ M. Merritt Fox reconnaît toutefois que s'il a vendu auparavant, il peut avoir recouvré lors de la vente le montant de la surestimation du prix payé lors de l'achat et donc n'avoir éprouvé aucun préjudice. Toutefois, selon lui, le problème des ventes effectuées avant la baisse du prix provoquée par la rectification concerne davantage l'évaluation du préjudice que la causalité et ne s'oppose donc pas à l'utilisation de la théorie de la surévaluation du prix d'achat.

157 - **Appréciation critique.** La théorie de la surévaluation présente une grande simplicité conceptuelle et une logique indéniable. La théorie des préjudices fantômes est, toutefois, venue lui opposer des arguments d'une grande force ; au fond, ce qu'elle lui reproche, c'est de réparer des préjudices sans preuve de leur caractère certain en adoptant une présomption de préjudice (le préjudice de surévaluation) et de causalité (le préjudice de surévaluation a été causé par la fausse information). Si elle nous paraît très pertinente, s'agissant des critiques qu'elle énonce, elle l'est, toutefois, bien moins dans les propositions qu'elle formule, quant à la confiance qu'elle accorde au marché, plutôt qu'au juge, dans l'évaluation du préjudice. En effet, le marché peut être inefficace, et même selon cette théorie, c'est au juge que reviendra, en tout état de cause, la tâche ardue d'apprécier la causalité entre baisse du cours et prise de conscience de la vérité au sein du marché. En clair, le marché ne peut pas tout faire et n'est pas l'exact reflet des choses ; une appréciation humaine reste de toute façon indispensable.

A la vérité, aucune de ces deux théories ne nous convainc véritablement, parce que chacune reste trop théorique et pêche par un manque de justifications pratiques, si bien que l'on a parfois l'impression d'assister plus à une confrontation idéologique qu'à une controverse scientifique. La théorie de la surévaluation, certes parfaitement logique, s'abstient de rentrer véritablement dans la question au cœur du débat, ce qui l'empêche d'être pleinement persuasive : est-il possible de mesurer, par une expertise économique, le préjudice de surévaluation, et donc d'avoir la certitude de son existence, ou pas ? La théorie des préjudices fantômes le lui reproche avec justesse, mais manque, elle aussi, de justifier pourquoi le marché serait plus à même que le juge d'évaluer le préjudice subi, lors de la rectification informationnelle. Elle semble conférer au marché une exactitude qu'il n'a pas, en raison de son inefficacité partielle, et un pouvoir d'évaluation, qui ne peut relever, de manière réaliste, que de l'appréciation humaine. Ce débat théorique rejaillit toutefois également en jurisprudence.

2 - Le débat en jurisprudence

158 - **Les termes du débat : la controverse judiciaire antérieure à l'affaire *Dura v. Broudo*.** En vérité, le débat doctrinal que nous venons d'exposer s'est d'abord manifesté en jurisprudence

dans des termes similaires. Plusieurs cours d'appel, et notamment celle du neuvième circuit³⁵⁰, ont appliqué dès les années 1990 la théorie de la surévaluation³⁵¹. D'autres, en revanche, rejetaient cette théorie et exigeaient au titre de la causalité et du préjudice une baisse de cours due à la prise de conscience par le marché de la fausse information, voire la réalisation d'une perte financière effective lors d'une vente ultérieure (l'investisseur devant alors avoir vendu, et pour moins qu'il n'avait acheté)³⁵². Pour ces juridictions, aucun préjudice ne pouvait en effet être caractérisé lors de l'achat, le seul fait pour un investisseur d'avoir acheté à un prix surévalué par l'information défectueuse étant à cet égard insuffisant ; encore fallait-il qu'il résulte de cette surévaluation que les investisseurs aient perdu de l'argent par la suite, c'est-à-dire qu'ils aient ultérieurement réalisé une perte mesurable. Ces décisions se fondaient soit sur l'insuffisance de la causalité dans la théorie de la surévaluation³⁵³, soit, directement, sur l'absence de préjudice de surévaluation, l'investisseur pouvant, à défaut de baisse ultérieure du cours, toujours revendre au même prix surévalué³⁵⁴. L'affaire *Dura v. Broudo* donna enfin, en 2005, l'occasion à la Cour suprême de trancher le débat. Si elle rejette la théorie de la surévaluation (a), elle adopte toutefois une solution de compromis (b).

a - Le rejet de la théorie de la surévaluation

³⁵⁰ *Knapp v. Ernst & Whinney*, 90 F.3d 1431, 1438 (9th Cir. 1996) : « in a fraud-on-the-market case, plaintiffs establish loss causation if they have shown that the price on the date of purchase was inflated because of the misrepresentation ». C'est également la solution retenue dans l'opinion de la Cour d'appel du neuvième circuit dans l'affaire *Broudo v. Dura Pharms., Inc.*, 339 F.3d 933, 937-938 (9th Cir. 2003). Cf. *infra*.

³⁵¹ V. également les décisions des cours d'appel des huitième et deuxième circuits : *Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc.*, 335 F.3d 824, 831 (8th Cir. 2003), estimant qu'il suffisait à l'investisseur d'établir qu'il avait payé plus cher que la valeur véritable de l'action ; *Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank*, 250 F.3d 87, 97-98 (2d Cir. 2001).

³⁵² V. *Huddleston v. Herman & MacLean*, 640 F.2d 534, 549 (5th Cir. 1981) ; *Robbins v. Koger Props., Inc.*, 116 F.3d 1441, 1448 (11th Cir. 1997) ; *Semerenko v. Cendant Corp.*, 223 F.3d 165, 185 (3d Cir. 2000). Deux autres décisions ont adopté des solutions similaires mais pour une transaction de gré à gré, non dans le cadre d'une fraude sur le marché : *Emergent Capital Inv. Mgmt., LLC v. Stonepath Group, Inc.*, 343 F.3d 189 (2d Cir. 2003) ; *Bastian v. Petren Res. Corp.*, 892 F.2d 680, 684-86 (7th Cir. 1990), décidant que les demandeurs n'ont pas apporté la preuve de la baisse de valeur de leur investissement résultant de la matérialisation du risque que la fraude avait dissimulé.

³⁵³ *Robbins v. Koger Props., Inc.*, 116 F.3d 1441, 1448 (11th Cir. 1997), considérant que si la preuve de la surévaluation du prix d'achat crée une présomption de *reliance*, permettant de satisfaire à l'exigence de *transaction causation*, elle est insuffisante en revanche à établir la *loss causation* et donc que, même dans le cas de fraude sur le marché, la preuve du lien de causalité entre l'information mensongère et la baisse de valeur de l'investissement lors de la rectification demeure nécessaire.

³⁵⁴ *Semerenko v. Cendant Corp.*, 223 F.3d 165, 185 (3d Cir. 2000), a également estimé que l'investisseur doit, au titre de la *loss causation*, établir que l'information mensongère cause une baisse ultérieure du cours du titre lors du rétablissement de la vérité en considérant qu'à défaut de baisse, la hausse de la fausse information est toujours incorporée au cours de bourse et peut être récupérée à tout moment par une revente au même prix surévalué, ce dont il résulte une absence de préjudice.

159 - **L'affaire *Dura v. Broudo***. Dans l'affaire *Dura v. Broudo*, Michael Broudo et d'autres investisseurs qui avaient acheté, sur le marché, des actions de la société Dura Pharmaceuticals, Inc. (Dura) ont formé une action collective à l'encontre de celle-ci, en alléguant avoir subi un préjudice du fait des communiqués mensongers qu'elle avait émis et annonçant la probable autorisation administrative et mise sur le marché d'un nouveau pulvérisateur dans le traitement contre l'asthme. Les informations mensongères ont été délivrées à travers une série de communiqués de presse émis du 15 avril 1997 au 24 février 1998, dernier jour de la période de référence retenue dans le cadre de l'action collective. Durant cette période, le cours a augmenté, atteignant jusqu'à 53 dollars. Le 24 février 1998, Dura a annoncé publiquement qu'elle s'attendait à un chiffre d'affaires et des résultats moindres que ceux qui étaient prévus en raison du ralentissement des ventes de l'un de ses produits, le Ceclor CD. Le cours de l'action a chuté lourdement le jour suivant (il a presque été divisé par deux, chutant de 39 dollars à 21 dollars, soit une baisse de 46 %), ce dont se prévalaient les demandeurs, et l'activité a continué à décliner durant le restant de l'année. Plusieurs mois plus tard, en novembre 1998, Dura a annoncé publiquement que le pulvérisateur ne pouvait pas être autorisé par la *Federal Drug Administration (FDA)*. Les demandeurs n'ont pas allégué que cette annonce a été suivie d'une baisse du cours, alors que tel avait pourtant été le cas, mais seulement quelques jours, le cours se rétablissant à son niveau antérieur au bout d'une semaine. L'action collective incluait tous les investisseurs ayant acquis des actions Dura entre le 15 avril 1997, lorsque la société annonça l'accomplissement d'une étape dans l'autorisation du pulvérisateur, et le 24 février 1998, lorsque la société annonça des résultats moindres que ceux prévus. On comprend le problème : les demandeurs se prévalaient du caractère mensonger des communiqués relatifs à l'autorisation administrative du pulvérisateur, mais d'une baisse des cours due à l'annonce d'un autre événement, le ralentissement des ventes du Ceclor CD ; ils n'avaient pas fait mention de la baisse seulement temporaire du cours lors du communiqué annonçant l'absence d'autorisation administrative.

La société Dura fit valoir l'irrecevabilité de l'action (par une *motion to dismiss*³⁵⁵), au motif que les demandeurs n'apportaient pas la preuve de la *loss causation* et donc de leur préjudice,

³⁵⁵ Cf. *infra*.

puisqu'ils n'alléguaient aucune relation entre l'information mensongère relative à l'absence d'autorisation du pulvérisateur et la chute du cours de bourse de février 1998. Le tribunal de district fit droit à cette demande³⁵⁶. La Cour d'appel du neuvième circuit infirma la décision, estimant que la seule preuve d'une surévaluation du prix d'achat suffisait à établir la *loss causation*³⁵⁷. La Cour suprême accepta, à la demande des défendeurs (*writ of certiorari*), d'examiner la question de savoir si, contrairement à la position exprimée par la Cour d'appel du neuvième circuit, un demandeur devait, dans une action en responsabilité civile pour fraude sur le marché, prouver l'existence d'un lien de causalité entre l'information mensongère et la baisse consécutive du cours pour établir la *loss causation*³⁵⁸. C'était donc la question de la validité de la théorie de la surévaluation qui était posée. La Cour suprême censura la décision de la cour d'appel, en relevant que les investisseurs se contentaient d'alléguer que les informations mensongères délivrées à propos du pulvérisateur avaient eu pour conséquence le paiement d'un prix d'achat artificiellement gonflé qui leur aurait causé un préjudice, alors que l'existence d'un lien de causalité ne pouvait être établie par la seule preuve d'une surévaluation du prix d'achat³⁵⁹.

160 - **La solution rendue par la Cour suprême dans la décision *Dura v. Broudo* : le rejet de la théorie de la surévaluation.** Dans l'arrêt *Dura v. Broudo*, la Cour suprême rejette la théorie de la surévaluation, en avançant deux arguments principaux, l'un d'ordre purement logique, l'autre d'ordre téléologique. Premièrement, elle juge la théorie inexacte en ce qu'au moment de l'achat, le demandeur n'a éprouvé aucun préjudice, le paiement d'un prix surévalué étant compensé par la détention d'une action qui à cet instant possède une valeur équivalente ; ce n'est que si le cours baisse ensuite en rapport avec la fausse information initiale qu'un préjudice pourra être caractérisé. Le plus que l'on puisse dire par conséquent, selon elle, est que ce paiement d'un prix surévalué pourra éventuellement jouer un rôle dans la réalisation d'un préjudice futur ; le préjudice n'est donc au moment de la transaction initiale qu'éventuel,

³⁵⁶ *Dura Pharms., Inc., Secs. Litig., No. 99-CV-0151-L (NLLS), 2000 U.S. Dist. LEXIS 15258 (S.D. Cal., Nov. 2, 2001).*

³⁵⁷ *Broudo v. Dura Pharms., Inc., 339 F.3d 933, 938 (9th Cir. 2003), rev'd, 125 S. Ct. 1627 (2005).*

³⁵⁸ Les défendeurs soutenaient qu'une telle démonstration était requise, en citant les opinions rendues par les autres circuits dans les affaires *Robbins v. Koger Props* et *Semerenko*. Le *Solicitor General* et la *SEC* se joignirent, par un *amicus brief*, à leur demande d'examen par la Cour suprême (*petition for certiorari*).

³⁵⁹ *Dura Pharms., Inc. v. Broudo, 125 S. Ct. 1627, 1629 (2005).*

incertain³⁶⁰. Elle insiste d'ailleurs plus généralement sur la nécessité d'établir avec rigueur le lien de causalité entre la fausse information et le préjudice, compte tenu de l'enchevêtrement d'autres facteurs relatifs aux conditions de marché et aux aléas du secteur économique de la société et de l'activité de celle-ci, qui peuvent également influencer le cours. Deuxièmement, elle observe que la théorie de la surévaluation, en ce qu'elle transforme les émetteurs en assureurs et facilite les actions collectives infondées, est contraire à la finalité du *PSLRA*³⁶¹ et plus généralement de la réglementation boursière. Elle rappelle en effet que celle-ci n'est pas de fournir une assurance tous risques aux investisseurs, mais de les protéger contre la fraude (et donc contre les préjudices qu'elle cause véritablement) et de maintenir ainsi la confiance sur le marché.

b - Une solution de compromis

161 - **La décision *Dura v. Broudo* : une solution de compromis.** L'analyse de la jurisprudence *Dura v. Broudo* est, toutefois, plus complexe qu'il n'y paraît. La Cour suprême a adopté, en fait, une solution de compromis (i), qui, sans surprise, n'a pas mis fin à la controverse doctrinale (ii).

i - L'adoption d'une solution de compromis

162 - **L'adoption d'une solution de compromis.** Si l'on reprend les raisonnements de la doctrine, deux perspectives se dégagent : une perspective *ex ante* qui voit dans la surévaluation initiale une caractérisation suffisante du préjudice ; et une perspective *ex post* qui demande à ce que l'on prenne en compte ce qui se passe après, lorsque la vérité est rétablie sur le marché, et qui se divise elle-même en deux branches. L'une qui exige une baisse de cours identifiable en lien avec le rétablissement de la vérité (ou une rectification officielle, dans une version plus restrictive), et l'autre qui requiert encore davantage : une perte, qu'elle soit latente ou réalisée. En d'autres termes, dans cette deuxième branche de l'alternative, le cours ne doit pas seulement avoir baissé de manière identifiable, en réaction au rétablissement de la vérité ; il

³⁶⁰ La Cour suprême écrit ainsi : « *normally (...) an inflated purchase price will not itself constitute or proximately cause the relevant economic loss* ».

³⁶¹ Cf. *infra*.

doit avoir baissé tout court, avec un cours de bourse lors de l'engagement de l'action en justice ou lors de la vente qui soit devenu inférieur au prix d'achat.

Où se situe la décision de la Cour suprême dans cette grille d'analyse ? Ce qu'elle dit essentiellement, c'est qu'en cas d'information publique défectueuse, il n'y a pas de préjudice certain, ni actuel ni futur³⁶², au moment de la transaction initiale. Il y a donc bien rejet de la théorie de la surévaluation. Son argumentation est, toutefois, en partie différente de celle du professeur John Coffee. S'il n'y a pas de préjudice actuel caractérisé lors de la transaction initiale, ce n'est pas parce que le juge n'est pas en mesure de chiffrer la surévaluation, comme l'affirme M. John Coffee, mais parce que l'achat à un prix surévalué est compensé par la détention d'une action au même cours surévalué. L'on comprend ainsi que pour la Cour suprême, il faut que la surévaluation se dissipe d'une manière ou d'une autre pour qu'un préjudice apparaisse. Et s'il n'y a pas de préjudice futur certain caractérisé lors de la transaction initiale, c'est précisément parce qu'il n'est pas certain que cette dissipation ait finalement lieu.

Le raisonnement de la Cour suprême diffère donc, quelque peu, de celui des tenants de la perspective *ex post*, tout comme sa conclusion d'ailleurs. En effet, elle n'exige pas, comme ces auteurs, que l'investisseur ait réalisé une perte (latente ou réalisée) au titre de son préjudice, c'est-à-dire que le cours au moment de l'action en justice (ou de la vente si elle est antérieure) soit devenu inférieur au cours au moment de l'achat, ni même, si le cours n'est pas devenu inférieur à celui prévalant au moment de l'achat, qu'il ait eu lieu à un moment quelconque une baisse identifiable pouvant être mise en relation avec le rétablissement de la vérité. Elle dit même le contraire, puisqu'elle admet dans un *obiter dictum* qu'un investisseur ait pu subir un préjudice si le cours a augmenté, mais n'a tout simplement pas augmenté autant qu'il l'aurait fait sans la fausse information³⁶³. Elle exige donc bien une réaction du marché au rétablissement de la vérité qui vienne dissiper la surévaluation, mais admet que cet effet négatif ait pu être compensé par un effet positif dû à une information positive, de sorte qu'aucune baisse du cours n'ait eu lieu à un quelconque moment. La preuve de la dissipation

³⁶² Sur la certitude du dommage futur, v. M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 379 et s.

³⁶³ Lorsque la Cour suprême explique que des causes autres que la surévaluation initiale peuvent être à l'origine du déclin postérieur du cours de bourse pour refuser l'idée d'un préjudice futur certain dû à la surévaluation initiale, elle ajoute en un *obiter dictum* révélateur : « *the same is true in respect to a claim that a share's higher price is lower than it would otherwise have been – a claim we do not consider here* ». Elle admet donc la possibilité d'un préjudice sans qu'il ait eu lieu une baisse de cours identifiable à un moment ultérieur quelconque.

de la surévaluation, quelle que soit la forme qu'elle prend, suffit donc pour la Cour suprême à établir la *loss causation*³⁶⁴. Elle n'a, d'ailleurs, pas souhaité apporter plus de détail sur la manière dont la preuve de la dissipation de la surévaluation pouvait être apportée (à la fois au stade de la recevabilité (*pleading*³⁶⁵) et du procès)³⁶⁶. Elle a délibérément décidé de ne pas se montrer plus directive³⁶⁷, ce qu'a très largement regretté la doctrine, stigmatisant la portée somme toute limitée de la décision.

Finalement, si l'on reprend la grille d'analyse de la doctrine, la décision de la Cour suprême apparaît comme un compromis, une voie moyenne entre les différentes positions. Certes, elle rejette la perspective *ex ante* proposée par la théorie de la surévaluation, qu'elle juge logiquement inexacte et trop permissive dans son appréciation de la causalité. Toutefois, si elle adopte, en conséquence, une perspective *ex post*, c'est dans une version minimaliste laissant une grande liberté aux tribunaux, n'exigeant que la preuve par tout moyen de la dissipation de la surévaluation, sans que celle-ci passe nécessairement par une baisse du cours, même temporaire, en réaction au rétablissement de la vérité. Ainsi, cette solution rejette la théorie de la surévaluation sans adopter, pour autant, celle des préjudices fantômes. La solution rendue n'a d'ailleurs pas mis fin à la confusion régnant, à cet égard, au sein des juridictions des premier et deuxième degrés aux Etats-Unis³⁶⁸.

ii - Le maintien de la controverse doctrinale

³⁶⁴ V., notamment, en ce sens A. Morales Olazabal, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, 3 *Berkeley Bus. L.J.* 337 (2006).

³⁶⁵ Dans la procédure américaine, le *pleading* est une étape préalable au procès, où l'on examine la recevabilité de l'action du demandeur, à la suite d'une requête en irrecevabilité (*motion to dismiss*) formulée par le défendeur. Elle constitue, plus précisément, un filtre ayant pour objet de déterminer si le demandeur dispose d'éléments suffisants pour justifier qu'il est légitime à se prévaloir d'un droit d'action (« *cause of action* »), lui permettant d'accéder à l'étape ultérieure du procès. Sur la procédure civile américaine, v. notamment, J.H. Friedenthal, M.K. Kane & A.R. Miller, *Civil Procedure, Hornbook Series*, West, 2005, 4^e éd. ; M.K. Kane, *Civil Procedure in a nutshell*, West, 2013, 7^e éd.

³⁶⁶ V. *Initial Pub. Offering Sec. Litig.*, 399 F. Supp. 2d 261, 266 (S.D.N.Y 2005) : « *Dura itself does not define a pleading standard for loss causation; rather, it simply rejects the Ninth Circuit's standard as overly permissive* ».

³⁶⁷ V. dans la décision : « *we assume, at least for argument's sake, that neither the Rules nor the securities statutes impose any special further requirement in respect to the pleading of proximate causation or economic loss* » (*Dura v. Broudo*, 544 U.S. 346).

³⁶⁸ V., notamment, A. Morales Olazabal, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, 3 *Berkeley Bus. L.J.* 337 (2006), sur les décisions rendues postérieurement à la jurisprudence *Dura v. Broudo*.

163 - **La controverse doctrinale après la décision *Dura v. Broudo*. La position des tenants de la théorie des préjudices fantômes.** Qu'en est-il de la controverse doctrinale après la décision *Dura v. Broudo* ? Comment les auteurs ont-ils apprécié la solution rendue ? Sans surprise, M. John Coffee s'est dit partagé après cette solution de compromis³⁶⁹. Certes celle-ci va, à première vue, dans son sens puisqu'elle rejette la théorie de la surévaluation en adoptant une perspective *ex post*. Mais, naturellement, il la trouve largement insuffisante en ce qu'elle ne va pas jusqu'à adopter la théorie des préjudices fantômes, qui exige que la réaction du marché au rétablissement de la vérité passe par une baisse de cours identifiable, et laisse encore la possibilité aux tribunaux de réparer des préjudices incertains, comme la Cour suprême l'a d'ailleurs elle-même suggéré dans son *obiter dictum* qui évoque la possibilité d'un préjudice sans que survienne une quelconque baisse de cours. Si bien que, pour cet auteur, « *Dura Pharmaceuticals est une décision qui donne quelque chose à chacun* »³⁷⁰.

Les auteurs qui plaident pour l'exigence d'une perte latente ou réalisée au titre du préjudice vont encore plus loin dans la critique. M. Thomas Gillespie³⁷¹, par exemple, fait observer que la décision ne tient pas suffisamment compte des aspects procéduraux des actions collectives boursières³⁷². S'il approuve la solution restrictive rendue dans *Dura v. Broudo* en ce qu'elle restreint l'accès à l'action collective³⁷³ et rend plus difficiles les actions collectives abusives en accord avec la finalité du *PSLRA*, il estime que la Cour suprême aurait dû encore renforcer les exigences au stade du *pleading* (*requirement pleadings*). Il aurait ainsi souhaité que la Cour suprême exige qu'en cas de fraude sur le marché la *loss causation* soit établie dès le stade du *pleading* de manière détaillée (*with particularity*)³⁷⁴, par la démonstration d'une perte réalisée lors d'une vente du fait du rétablissement de la vérité, et qu'elle énonce

³⁶⁹ J.C. Coffee, Jr., *Loss Causation After 'Dura': Something for Everyone*, *N.Y. L. J.*, 19 mai 2005.

³⁷⁰ J.C. Coffee, Jr., *Loss Causation After 'Dura': Something for Everyone*, *N.Y. L. J.*, 19 mai 2005 : « *Dura Pharmaceuticals is a decision that has something for everyone* ».

³⁷¹ T.F. Gillespie III, art. préc.

³⁷² Cf. *infra*.

³⁷³ Il observe en effet, avec justesse, qu'avec la théorie de la surévaluation, les demandeurs n'ont plus guère d'effort probatoire à fournir, l'efficiency (qui, de plus, est présumée) valant à la fois preuve de la *transaction causation* (*reliance*) et de la *loss causation* (puisque l'efficiency postule *a priori* un impact sur le cours de la fausse information significative). Il en résulte une présomption à la fois de la *transaction causation* et de la *loss causation*, la causalité étant alors entièrement présumée. V. sur ce point M.L. Shea, *Securities fraud Litigation – Lost in Causation: Investors Not Entitled to Presumption of Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases – Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 125 *S. Ct.* 1627 (2005), 11 *Suffolk J. Trial & App. Adv.* 255 (2006).

³⁷⁴ De manière générale, les actions civiles fédérales sont gouvernées par les *Federal Rules of Civil Procedure* qui n'exigent pas une preuve détaillée (« *with particularity* ») au stade du *pleading*, mais simplement une *notice pleading*. Toutefois le *PSLRA* a exigé en 1995 une preuve détaillée de la fraude et de l'intention frauduleuse (cf *infra*). Le Congrès n'a, toutefois, pas formulé une telle exigence s'agissant de la causalité (*loss causation*).

expressément que la meilleure preuve à cet égard consistait en une baisse du cours en lien avec l'information rectificative. Elle aurait ainsi comblé la lacune du *PSLRA* en prévoyant une exigence probatoire renforcée de la *loss causation* dès le stade du *pleading* et non seulement lors du procès.

164 - **La position des tenants de la théorie de la surévaluation.** La Cour suprême n'a pas plus donné gain de cause au professeur Merritt Fox. La théorie de la surévaluation est rejetée car tenue pour logiquement inexacte, notamment en ce qu'au moment de l'achat la surévaluation initiale est compensée par la détention d'un titre de valeur équivalente, et trop libérale en termes de causalité, en ce que, sans la preuve de la dissipation *ex post* de la surévaluation, ne peut-être établie l'existence d'un quelconque préjudice. Si cet auteur³⁷⁵ regrette que la Cour suprême n'ait pas saisi l'occasion qui lui était donnée pour valider la théorie de la surévaluation, il observe toutefois que l'apport de la décision est extrêmement limité. Certes, reconnaît-il, il est désormais certain qu'un demandeur, qui se contente d'établir qu'une information significative exagérément positive a gonflé artificiellement le prix d'achat, n'en fait pas suffisamment en matière de preuve de la causalité ; il doit également prouver que la surévaluation du prix d'achat s'est traduite pour lui *a posteriori* par un préjudice lorsque la vérité est parvenue au marché. Toutefois, fait-il observer, la Cour suprême n'a, semble-t-il, exigé que la dissipation de la surévaluation au moment du rétablissement de la vérité, et n'a pas précisé quelles sortes de preuve pourraient être jugées suffisantes à cet égard.

M. Merritt Fox reprend les principales critiques, qu'il trouve confuses, formulées par la Cour suprême à l'encontre de la théorie de la surévaluation. Le premier argument qu'elle invoque est qu'il n'y a pas de préjudice certain lors de l'achat à un prix surévalué, en énonçant qu'en pure logique, l'investisseur ne subit, au moment de la conclusion de la transaction, aucun préjudice puisque le paiement d'un prix d'achat surévalué est immédiatement et exactement compensé par la détention d'un titre de valeur équivalente. La Cour suprême paraît donc considérer la valeur comme étant égale, à tout moment, au cours de bourse du titre, et ce même si le cours a été déformé par une information mensongère, cette utilisation du terme « *valeur* » étant apparemment fondée sur l'idée que le demandeur pourrait, immédiatement après l'achat, changer d'idée et revendre le titre au même prix. Le raisonnement de la Cour

³⁷⁵ V., notamment, M.B. Fox, *Understanding Dura*, art. préc.

suprême procède à cet égard, selon lui, d'une grave confusion entre deux notions, le cours de bourse et la valeur. En effet, dans la théorie financière moderne, la « *valeur* » d'une action signifie la valeur actualisée des dividendes et autres distributions que devrait produire l'action tout au long de l'existence de la société émettrice. Il ajoute que cette confusion procède également d'une ignorance fondamentale, à savoir que la finalité première du droit financier, et notamment des textes visant à lutter contre la fraude, est de promouvoir l'efficacité économique et la loyauté en essayant de minimiser la différence entre le cours et la valeur. Il explique à cet égard que le marché, avec sa capacité à digérer l'information provenant des différents acteurs du marché, est certes, en temps normal, un indicateur extrêmement puissant de la valeur, mais que tel n'est plus le cas lorsque le cours est déformé par une information mensongère significative. La législation boursière a donc pour objectif que le cours de bourse soit le plus exact possible, c'est-à-dire le plus proche de la valeur fondamentale du titre, dans le but d'assurer un fonctionnement plus efficace de l'économie, en fournissant, à travers les cours, des signaux de meilleure qualité aux acteurs économiques, et une plus grande loyauté entre les différents participants au marché. Enfin, ajoute-t-il, la Cour suprême omet de préciser que, si l'investisseur peut, certes, changer d'avis et revendre instantanément au même prix surévalué, la vérité finira tôt ou tard par émerger et fera disparaître la surévaluation ; par conséquent, un investisseur, quel qu'il soit, aura, à un moment ou à un autre, à supporter le préjudice lié à la disparition de la surévaluation, puisqu'il aura acheté à un prix surévalué et vendra à un prix qui ne le sera plus.

Au-delà de la confusion des notions de cours et de valeur, M. Merritt Fox fait remarquer que le raisonnement pêche en logique. En effet, dit-il, s'agissant du problème de sous-évaluation de l'action du fait d'une information mensongère négative, la Cour suprême devrait également considérer que le prix sous-évalué reçu par le vendeur est égal à la valeur du titre puisqu'il pourrait instantanément changer d'opinion et racheter le titre au même prix sous-évalué. Or, poursuit-il, la Cour aurait plus vraisemblablement admis que le vendeur avait subi un préjudice au moment de la vente, à moins d'avoir effectivement racheté le titre au même prix sous-évalué avant que le marché ne réalise la véritable situation. Cette hypothèse étant symétrique à la précédente, il n'y aurait pourtant aucune raison de les traiter différemment.

Le deuxième argument invoqué par la Cour suprême, après avoir écarté l'idée qu'un préjudice pourrait être subi au moment de l'achat, est qu'il n'y a pas nécessairement de lien entre l'achat à un prix surévalué et un préjudice futur. Elle estime en effet que le lien logique entre

la surévaluation du prix d'achat et un préjudice postérieur est d'une intensité variable. Elle observe notamment que si un acheteur vend les titres rapidement, en tout cas avant que la vérité ne commence à se répandre, l'information mensongère n'aura entraîné aucun préjudice. Pour M. Merritt Fox, la raison justifiant l'absence d'indemnisation dans cette hypothèse n'est pas que l'investisseur n'a subi aucun préjudice au moment de l'achat du fait de l'information mensongère – il a subi un préjudice pour avoir acheté trop cher - ; la raison en est que l'investisseur a reçu un bénéfice découlant de la même faute et d'un montant égal au préjudice subi qui est donc venu compenser celui-ci. La Cour envisage ensuite la situation dans laquelle un investisseur vend après le rétablissement de la vérité sur le marché et estime que si l'achat à un prix surévalué peut alors entraîner un préjudice futur, tel n'est pas nécessairement le cas, parce que le prix de vente, même plus bas que le prix d'achat, peut être le reflet d'autres événements. Pour M. Merritt Fox, le raisonnement de la Cour suprême est ici tout simplement erroné en ce qu'elle fait fi la théorie de l'efficience des marchés, sur laquelle est pourtant fondée la théorie de la fraude sur le marché. En effet, explique-t-il, si le marché est efficient, l'apparition de la vérité sur le marché conduira nécessairement à la dissipation de la surévaluation - le cours ne sera plus artificiellement gonflé -, et donc à la caractérisation d'un préjudice. Qu'il s'agisse de l'acheteur initial ou d'un acheteur ultérieur, un investisseur se trouvera par conséquent nécessairement désavantagé du fait de la surévaluation du prix d'achat causée par l'information mensongère. Ce sera en fait celui qui a acheté le titre au moment où le cours était surévalué et qui le détiendra toujours lors du rétablissement de la vérité sur le marché, puisqu'il aura bien payé plus cher qu'il ne l'aurait fait sans la diffusion de l'information mensongère, et ne sera pas en mesure de recouvrer le montant de son préjudice en vendant à un prix encore surévalué.

M. Merritt Fox précise son raisonnement en ajoutant que la question n'est pas de savoir si toute information mensongère qui à un moment est suivie par une baisse du cours de bourse entraîne nécessairement un préjudice. Cette affirmation, explique-t-il, est de toute évidence inexacte : l'information mensongère peut ne pas avoir causé initialement une surévaluation du prix d'achat et la baisse ne peut donc être, dans ce cas, que la conséquence d'autres facteurs que la résorption d'une surévaluation inexistante. La question qui se pose à la Cour suprême, poursuit-il, est de savoir si un préjudice est nécessairement caractérisé lorsque le prix d'achat a été de fait initialement surévalué et que le marché a par la suite réalisé la véritable situation.

Selon lui, lorsque la surévaluation est acquise, la réponse doit être positive : la difficulté concerne donc essentiellement la preuve de la surévaluation initiale du prix d'achat.

La solution rendue dans l'affaire *Dura v. Broudo*, qui pose des conditions probatoires supplémentaires à la réparation d'un préjudice d'altération de cours, participe en fait d'un mouvement plus large de restriction croissante des actions collectives boursières aux Etats-Unis.

Paragraphe 2 - **La restriction croissante des actions collectives boursières**

165 - **Considérations liminaires. La remise en cause de l'efficacité des actions collectives boursières par la doctrine.** La doctrine américaine partage un constat, presque unanime, d'inefficacité des actions collectives boursières sur le marché secondaire, tant au regard de la fonction réparatrice que dissuasive. S'agissant de la première fonction, l'immense majorité des auteurs estime qu'elle est extrêmement limitée, pour essentiellement deux raisons. D'une part, d'un point de vue théorique, elle constitue un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié, le fautif étant un tiers à la transaction, et est affaiblie par le problème de la « *circularité* » de la réparation lorsque l'auteur de l'information défectueuse est l'émetteur, les actionnaires actuels indemnisant, en quelque sorte, les actionnaires lésés par les transactions qu'ils ont effectuées sur le titre en question pendant la période d'information défectueuse, ce qui aboutit en pratique à de simples transferts de richesse aléatoires³⁷⁶ entre actionnaires. Pour M. John Coffee, ce problème relatif au transfert de richesse entre actionnaires, qui en pratique engendre des pertes nettes compte tenu des coûts de transaction³⁷⁷, devrait être plus largement débattu dans la mesure où il résulte en un système d'auto-assurance extrêmement onéreux pour des investisseurs généralement diversifiés qui n'y adhèreraient pas si on leur en donnait le choix. Il écrit ainsi, de manière pénétrante, que

³⁷⁶ La réparation n'est plus compensatoire, elle devient une « *aubaine* » (« *windfall* ») (v. B. Black, *A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions*, 62 *N.C. L. Rev.* 435, 457 (1984)).

³⁷⁷ Notamment, les honoraires d'avocat, le coût de l'assurance, la prime demandée par les commissaires aux comptes en raison du risque de mise en cause de leur responsabilité, le temps passé par les dirigeants et les juristes internes, le coût des expertises, et les ressources judiciaires.

tant que ce problème n'est pas au cœur d'une analyse de politique publique, les discussions sur la charge de la preuve ne font que « *déplacer les chaises sur le pont du Titanic* »³⁷⁸.

D'autre part, d'un point de vue pratique, le taux de recouvrement net pour les investisseurs dans une action collective boursière est, généralement, particulièrement faible, compte tenu des multiples coûts de transaction, qui apparaissent de fait exorbitants au regard des sommes indemnisées, et ce d'autant qu'une grande partie des investisseurs institutionnels ne réclament pas leur part de l'indemnisation³⁷⁹. Les principaux bénéficiaires des actions collectives boursières sont, en réalité, les compagnies d'assurance, les experts et les avocats³⁸⁰, dont les intérêts peuvent d'ailleurs diverger de ceux de leurs clients. En effet, les avocats et les dirigeants décident généralement de ne pas aller jusqu'au procès, qui est complexe et présente des résultats incertains, et optent pour une transaction. Or, étant donné que, pour les avocats, plus la procédure est longue, plus leur investissement et leur risque de perte sont importants, ils incitent généralement leur client à transiger, peu important ses intérêts³⁸¹. D'ailleurs, une des caractéristiques de la jurisprudence relative à la théorie de la fraude sur le marché est l'absence de calcul judiciaire du dommage ; le contentieux ne dépasse généralement pas le stade de la recevabilité et le juge ne se prononce donc que sur la *loss causation*, pas sur le préjudice lui-même, de sorte que le montant de l'indemnisation finalement accordée dépend

³⁷⁸ J.C. Coffee, Jr., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, 60 *Bus. Law.* 533, 536 (2005) : « *until this issue is placed at the forefront of any policy analysis, discussions of presumptions and burdens of proof merely rearrange the deck chairs on the Titanic* ». Nous examinerons en détail ce problème lorsque nous déterminerons le choix de politique juridique à effectuer en droit français (cf. *infra*).

³⁷⁹ V. J.D. Cox & R.S. Thomas, *Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical Evidence and Legal Implications of the Failure of Financial Institutions to Participate in Securities Class Action Settlements*, 58 *Stan. L. Rev.* 411, 412 (2005) ; J.D. Cox & R.S. Thomas, *Leaving Money on the Table: Do Institutional Investors Fail to File Claims in Securities Class Actions?*, 80 *Wash. U. L.Q.* 855, 870 (2002). Adde E.J. Weiss & J.S. Beckerman, *Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions*, 104 *Yale L.J.* 2053 (1995).

³⁸⁰ V., notamment, R.M. Phillips & G.C. Miller, *The Private Securities Litigation Reform Act of 1995: Rebalancing Litigation Risks and Rewards for Class Action Plaintiffs, Defendants and Attorneys*, 51 *Bus. Law.* 1009, 1013 (1996) ; J.R. Macey & G.P. Miller, *The Plaintiffs' Attorney's Role in Class Action and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform*, 58 *U. Chi. L. Rev.* 1, 12 (1991).

³⁸¹ V. D.N. Martin *et al.*, *Recent Trends IV: What Explains Filings and Settlements in Shareholder Class Actions*, 5 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 121, 141 (1999), estimant que les avocats des demandeurs reçoivent des honoraires en moyenne égaux à 25% de l'indemnisation. Selon T. Eisenberg & G.P. Miller, *Attorney Fees in Class Action Settlements: An Empirical Study*, 1 *J. Empirical Legal Stud.* 27, 50-54 (2004), le taux semble être plus faible aujourd'hui, notamment en raison de la réforme relative au représentant de la classe (*lead plaintiff*) dans le cadre du *PSLRA* (cf. *infra*). J. C. Coffee, Jr., art. préc., estime le pourcentage de 25 % relativement prudent.

largement des négociations menées lors de la transaction³⁸². Au final, les actions collectives pour fraude sur le marché assurent donc très mal la fonction réparatrice.

Considérant cet état de fait, la doctrine s'est tournée vers la fonction dissuasive comme justification alternative de la responsabilité civile³⁸³. Elle s'accorde, toutefois, également sur sa faible efficacité, en raison essentiellement de son caractère non ciblé, étant donné que c'est l'émetteur aux « *poches profondes* » (« *deep pockets* ») et son assureur qui assument généralement l'indemnisation, et non les véritables fautifs, notamment les dirigeants sociaux assurés à ce titre par l'émetteur³⁸⁴. Un certain nombre d'auteurs défendent cependant le maintien de la théorie de la fraude sur le marché, en estimant qu'elles assurent ou, tout du moins sont susceptibles d'assurer, une certaine fonction dissuasive, venant en complément du *public enforcement*³⁸⁵. Tel est le cas notamment de M. Merritt Fox³⁸⁶, qui, estimant que la fonction dissuasive renforce le gouvernement d'entreprise³⁸⁷, propose que la responsabilité des émetteurs ne réalisant pas d'offre au public ne puisse pas être retenue, celle-ci devant être réservée aux auteurs individuels de la faute dans la société et à l'extérieur (par exemple, les banques d'investissement)³⁸⁸. M. Donald Langevoort a, pour sa part, suggéré de limiter

³⁸² V., notamment, W.W. Bratton & M.L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 *U. Pa. L. Rev.* 69 (2011).

³⁸³ V. notamment A.C. Pritchard, *Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers*, 85 *Va. L. Rev.* 925, 929-30 (1999), faisant valoir que la dissuasion, et non la réparation, devrait être le premier objectif des actions collectives boursières pour fraude. Dans le même sens, M.B. Fox, *Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?*, 2009 *Wisconsin L. Rev.* 297 (2009) ; J.C. Coffee, Jr., art. préc.

³⁸⁴ Selon F.C. Dunbar *et al.*, *Recent Trends III: What Explains Settlements in Shareholder Class Actions?*, *National Economic Research Association*, 9 (1995), dans une action collective boursière se soldant par une transaction, les assureurs supportent en moyenne 68,2 % du montant de la transaction, les sociétés 31,4 % et les personnes physiques seulement 0,4 %.

³⁸⁵ Aux Etats-Unis, la notion de *private enforcement* repose sur l'idée que les victimes qui engagent des actions en responsabilité civile agissent comme des procureurs privés (« *private attorney generals* ») qui viennent seconder la mission accomplie par des autorités publiques aux ressources limitées. La Cour suprême a énoncé cette idée à plusieurs reprises : *J.I. Case Co. v. Borak*, 377 *U.S.* 426, 432 (1964) ; *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd.*, 127 *S. Ct.* 2499, 2504 (2007), reconnaissant que les actions en responsabilité civile sont un complément essentiel à la fonction dissuasive exercée par les sanctions administratives et pénales.

³⁸⁶ V., notamment, M.B. Fox, *Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?*, 2009 *Wisconsin L. Rev.* 297 (2009).

³⁸⁷ Selon cet auteur, l'information améliore le gouvernement d'entreprise en ce qu'elle permet aux actionnaires d'exercer leur vote de manière plus éclairée, d'exercer plus efficacement l'action *ut singuli*, les dirigeants ayant tendance à dissimuler leurs fautes, et de mieux détecter les potentiels conflits d'intérêts dans le cadre de la procédure d'autorisation des transactions conclues par la société et dans lesquelles les dirigeants sont intéressés. Elle incite également la direction à accepter qu'une partie plus importante de sa rémunération se fasse en actions, ce qui permet de renforcer sa motivation ; en effet, le problème lié à ce type de rémunération est qu'elle constitue un risque non systémique donc non diversifiable ; ce risque peut être réduit par l'information en ce qu'elle renforce l'efficacité du cours de bourse. Ce renforcement de l'efficacité du cours de bourse permet également à la direction de sélectionner les projets les plus rentables, permettant une meilleure allocation du capital.

³⁸⁸ M.B. Fox, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, *Colum. L. Rev.* (2009).

l'indemnisation à un niveau relativement faible pour l'émetteur, par un plafonnement, dans le but de renforcer la fonction dissuasive³⁸⁹.

Pour M. John Coffee toutefois, même si la responsabilité civile des véritables fautifs, c'est-à-dire les dirigeants sociaux, les « *gardiens* » (« *gatekeepers* »)³⁹⁰ et les personnes contrôlant la société, est de nature à exercer une plus grande dissuasion, l'on ne peut pas pour autant abandonner purement et simplement la responsabilité de la société dans les actions collectives boursières, sans réduire radicalement l'incitation des avocats à exercer ce type d'actions, étant donné que les montants en jeu seraient alors beaucoup plus faibles. Deux approches lui paraissent alors possibles. Soit, chercher à déplacer l'incidence de la responsabilité de manière à ce qu'elle soit davantage à la charge des dirigeants, sans supprimer pour autant la responsabilité de la société qui continuerait de jouer un rôle résiduel. Soit, faire sortir l'émetteur du cercle des défendeurs possibles, ce qui obligerait les véritables adversaires, les avocats des demandeurs et les dirigeants sociaux individuels, à mener un véritable contentieux. Il estime en effet que, parce que les dirigeants, avocats et assureurs bénéficient tous du système, il reste stable et présente toujours la même issue, à savoir la transaction ; d'une certaine manière, le débat n'est qu'une mascarade : certes les adversaires s'opposent vigoureusement, mais ils s'accordent finalement pour transiger en imposant le coût du contentieux à une partie absente, les actionnaires. Toutefois, l'exclusion de la responsabilité civile de l'émetteur ne peut, selon lui, être envisagée que si les honoraires des avocats deviennent plus importants, s'agissant de la partie du montant de la transaction payée par les dirigeants sociaux et les tiers, dans le but de les inciter à poursuivre davantage ces personnes. Il suggère également de restreindre l'exercice des *stock options* et d'autres types de rémunération incitative (la société pourrait ainsi prévoir une plus longue période durant laquelle les options ne peuvent être exercées), le passage d'une rémunération en espèces en

³⁸⁹ D.C. Langevoort, *Capping Damages for Open Market Securities Fraud*, 38 *Ariz. L. Rev.* 639, 657-58 (1996), se réfère au modèle proposé par le *American Law Institute's Federal Securities Code*, proposant de limiter l'indemnisation à la charge de l'émetteur n'ayant pas vendu ses actions pendant la fraude au maximum entre 100 000 dollars, 1% du revenu brut de l'émetteur (dans la limite d'un million de dollars) ou tous profits perçus, à moins que la fraude n'ait été commise délibérément par les défendeurs.

³⁹⁰ Cf. *infra*.

une rémunération en actions ayant été un facteur important du développement de la fraude par les dirigeants sociaux³⁹¹.

- 166 - **Conséquence : la restriction croissante de l'application des actions collectives boursières et de la théorie de la fraude sur le marché, par le législateur et la jurisprudence.** Tenant compte des abus auxquels elles pouvaient conduire et de la faible efficacité, aussi bien au regard de la fonction réparatrice que dissuasive, des actions collectives boursières et de la théorie de la fraude sur le marché sur laquelle elles se fondent, le législateur (A) comme la jurisprudence (B) en ont progressivement restreint l'application.

A - La restriction législative

- 167 - **La restriction opérée par le législateur.** Le législateur est intervenu essentiellement par deux lois en vue de restreindre les actions collectives boursières : le *Private Securities Litigation Reform Act* en 1995 (1), et le *Securities Litigation Uniform Standards Act* en 1998 (2).

1 - Le *Private Securities Litigation Reform Act*

- 168 - **Le risque d'abus dans les actions collectives boursières (« *frivolous securities class actions* »).** Les particularités de la procédure américaine. Dès 1975, la Cour suprême a reconnu que les actions collectives boursières présentaient un fort risque d'abus, en ce qu'elles étaient susceptibles de conduire la société à accepter de transiger, quand bien même elles n'étaient pas justifiées sur le fond (*merits*) et n'auraient donc pas pu prospérer au stade du procès³⁹². Cet état de fait résulte des particularités du système procédural américain qui font, de l'étape précédant le procès (*pre-trial stage*), qu'il s'agisse de la recevabilité

³⁹¹ J.C. Coffee, Jr., art. préc. Pour cet auteur, le contentieux privé n'assure, pour l'instant, ni sa fonction de réparation ni sa fonction de dissuasion.

³⁹² *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 739 (1975) : « *even a complaint which by objective standards may have very little chance of success at trial has as settlement value to the plaintiff out of any proportion to its prospect of success at trial* ». *Adde Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd.*, 551 U.S. 208 (2007) : « *private securities fraud actions...if not adequately contained, can be employed abusively to impose substantial costs on companies and individuals whose conduct conforms to the law* » ; *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Dabit*, 547 U.S. 71, 81 (2006) ; *Lentell v. Merrill Lynch & Co.*, 396 F.3d 161, 171 (2d Cir. 2005) : « *the congressional intent of the PSLRA was to deter strike suits wherein opportunistic private plaintiffs file securities fraud claims of dubious merit in order to exact large settlement recoveries* » (citant *Novak v. Kasaks*, 216 F.3d 300, 306 (2d Cir. 2000)).

(*pleading*) ou de la certification de la classe, le véritable champ de bataille en matière d'actions collectives boursières, de sorte que les investisseurs, ou plutôt leurs avocats, se trouvent en mesure d'exercer un véritable « *chantage* » sur les émetteurs. En effet, la plupart des actions étant des actions collectives, les affaires atteignent rarement le stade du procès³⁹³ parce que les sociétés défenderesses ne peuvent généralement pas se permettre de prendre le risque de perdre et de devoir payer des dommages-intérêts très importants, d'autant qu'elles subissent une pression très forte des marchés financiers en termes de résultats et que le jury populaire, peu au fait de la matière financière, peut avoir la main très lourde lors de l'évaluation du préjudice. Le cours de bourse d'un émetteur a d'ailleurs tendance à chuter dès l'annonce d'une action collective à son encontre. Ainsi, si la société ne parvient pas à obtenir rapidement le prononcé de l'irrecevabilité (*pre-trial dismissal*) de l'action, la pratique contentieuse l'encourage fortement à transiger, généralement pour un montant significatif, alors même qu'elle dispose de bonnes chances de l'emporter lors du procès. L'initiative des actions collectives boursières est d'ailleurs généralement prise par les avocats, et non par les investisseurs. En clair, le rejet de la requête en irrecevabilité (*motion to dismiss*) ou la certification de la classe annonce la fin du contentieux et le début des négociations entre les parties en vue de parvenir à une transaction.

169 - ***Private Securities Litigation Reform Act***. En dépit des controverses doctrinales sur l'importance de ces actions abusives³⁹⁴, le Congrès a ainsi adopté en 1995 le *Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA)*³⁹⁵, afin de freiner l'usage prolifique des lois de

³⁹³ En 2011, seules onze actions collectives avaient atteint le stade du procès depuis l'adoption du *PSLRA* en 1995. V. A.T. Savett, *Securities Class Action Trials Post-PSLRA Era*, 19 sept. 2011, disponible sur <http://www.box.net/shared/xxav75dzpf>.

³⁹⁴ V., notamment, J.C. Alexander, *Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions*, 43 *Stan. L. Rev.* 497 (1991) ; du même auteur, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, 48 *Stan. L. Rev.* 1487 (1996) ; J. Seligman, *The Merits Do Matter*, 108 *Harv. L. Rev.* 438 (1995) ; J.A. Grundfest, *Why Disimply?*, 108 *Harv. L. Rev.* 727, 743-44 (1995), estimant que la SEC et les tribunaux sont trop facilement persuadés que les actions privées sont une source de coûts et sont injustifiées et qu'il appartient à la SEC de remédier aux actions collectives abusives. V. également M.F. Johnson, K.K. Nelson & A.C. Pritchard, *Do the Merits Matter More? The Impact of the Private Securities Litigation Reform Act*, 23 *J. L. Econ. & Org.* 627 (2007).

³⁹⁵ *Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737 (1995)*. V., parmi de nombreux articles, J.W. Avery, *Securities Litigation Reform: The Long and Winding Road to the Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, 51 *Bus. Law.* 335, 336 (1996), observant que le souci originel du Congrès lors de l'adoption du *PSLRA* était l'explosion des actions boursières infondées, en particulier collectives, engagées dans l'unique but d'obtenir une transaction ; R.M. Phillips & G.C. Miller, *The Private Securities Litigation Reform Act of 1995: Rebalancing Litigation Risk and Rewards for Class Action Plaintiffs, Defendants, and Lawyers*, 51 *Bus. Law.* 1009, 1010 (1996) ; D.S. Escoffery, *A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10b-5 in Light of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995* (« *PSLRA* »), 68 *Fordham L. Rev.* 1781 ; Th.W. Antonucci, *The Private Securities Litigation Reform Act and the States: Who will decide the Future of Securities Litigation?*, 46 *Emory L.J.* 1237 (1997). Adde J.D.

1933 et de 1934. Cette loi a été la première à modifier substantiellement le droit financier américain depuis les lois de 1933 et 1934, à travers l'adoption de plusieurs dispositions restrictives, dont on mentionnera les plus essentielles.

Le *PSLRA* a d'abord eu pour ambition de renforcer les exigences probatoires. Notamment lors de la phase du *pleading*, dans le but de faciliter le prononcé de l'irrecevabilité des actions abusives : a ainsi été introduite l'obligation de prouver, dès cette phase, la fraude et l'intention frauduleuse (*scienter*) de manière détaillée (*with particularity*)³⁹⁶. De manière plus générale, le *PSLRA* a ajouté la section 21D(b)(4) au *Securities Exchange Act* de 1934, intitulée « *loss causation* », en vertu de laquelle le demandeur doit apporter la preuve de celle-ci, c'est-à-dire que la faute du défendeur a bien causé le préjudice dont il demande réparation³⁹⁷.

Le *PSLRA* a également introduit, à la section 21(D)(e) du *Securities Exchange Act* de 1934, un plafonnement des dommages-intérêts, de façon à ce qu'ils ne puissent pas excéder la différence entre le prix d'achat payé par le demandeur (lorsque celui-ci est un acheteur) et le cours de bourse moyen de ce titre pendant une période de 90 jours commençant à la date de diffusion de l'information rectificative. Cette disposition a été expressément adoptée dans le but de réduire les dommages-intérêts lorsque le cours de bourse rebondit après une baisse initiale, afin de limiter l'effet « *crash* ». On observera que cette disposition ne constitue toutefois qu'une mesure de plafonnement, qui ne définit pas le préjudice³⁹⁸.

En outre, depuis l'adoption du *PSLRA*, la responsabilité n'est plus solidaire, mais proportionnée à la faute de chacun des défendeurs³⁹⁹. En d'autres termes, le juge devra

Cox, *Making Securities Fraud Class Actions Virtuous*, 39 *Ariz. L. Rev.* 497 (1997), en faveur des actions collectives boursières au regard de leur fonction dissuasive à travers la responsabilité civile de la personne morale, et voyant dans le *PSLRA* un moyen de renforcer cette fonction dissuasive.

³⁹⁶ *Securities Exchange Act of 1934*, sections 21D(b)(1)(B) et 21D(b)(2)(A). En outre, est désormais exigée la preuve d'une « *strong inference* » relativement à la *scienter*.

³⁹⁷ *Securities Exchange Act of 1934*, section 21D(b)(4) : « *in any private action arising under this chapter, the plaintiff shall have the burden of proving that the act or omission of the defendant alleged to violate this chapter caused the loss for which the plaintiff seeks to recover damages* ».

³⁹⁸ V. notamment D.S. Escoffery, *Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10b-5 in Light of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, 68 *Fordham L. Rev.* 1781, 1792 (2000), qui relève que la section 21D(e) du *Securities Exchange Act* ne remplace ou n'avalise aucune des méthodes d'évaluation du préjudice. V., également, R.W. Painter, *Responding to a False Alarm: Federal Preemption of State Securities Fraud Causes of Action*, 84 *Cornell L. Rev.* 1, 33 n. 172 (1998), relevant le peu d'effet de la disposition ; J.C. Dickey & M. Kramer Mayer, *Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act: A Forward-Looking Assessment*, 51 *Bus. Law.* 1203, 1212 (1996), trouvant trop longue la période de 90 jours au vu de la rapidité de la réaction des marchés à une nouvelle information ; M.Y. Scudder, *The Implications of Market-Based Damages Caps in Securities Class Actions*, 92 *Nw. U. L. Rev.* 435 (1997).

³⁹⁹ *Securities Exchange Act of 1934*, section 21D(f). La règle est écartée si le défendeur a délibérément violé la loi boursière fédérale (section 21D(f)(2)(A)).

attribuer un pourcentage de responsabilité à chacun des défendeurs (ou à des personnes qui n'ont pas été citées comme défendeurs, mais qu'il considère comme responsables), l'ensemble de ces pourcentages aboutissant à 100 %. Ce changement législatif a été décidé pour protéger les défendeurs secondaires, tels que les commissaires aux comptes, les banques d'investissement et les cabinets d'avocats, qui pouvaient, alors qu'ils avaient commis une faute assez faible, se voir tenus de l'entier préjudice, notamment si les défendeurs principaux étaient insolvables. La loi ne donne toutefois aucune indication sur le pourcentage de responsabilité devant être attribué à chaque responsable. Le *PSLRA* a, de plus, introduit une exonération de responsabilité (*safe harbor*) en matière d'informations prévisionnelles, sauf en cas de faute délibérée⁴⁰⁰.

Enfin, d'un point de vue procédural, le *PSLRA* a cherché à réduire l'influence exercée par les avocats sur les actions collectives, en confiant désormais au juge la mission de désigner le représentant de la classe (*lead plaintiff*) le plus approprié, en fonction de différents critères, étant précisé qu'une présomption est posée en faveur de l'actionnaire présentant l'intérêt financier le plus important⁴⁰¹. Auparavant, le représentant de la classe était, en principe, celui qui avait engagé l'action en premier, en application de la « *first-to-file rule* », ce qui entraînait une course entre les différents cabinets d'avocats (« *race to the courthouse* »). Le but du *PSLRA* est d'encourager la désignation des investisseurs institutionnels en tant que représentants de la classe, afin de réduire l'emprise des avocats⁴⁰².

2 - Le *Securities Litigation Uniform Standards Act*

170 - *Securities Litigation Uniform Standards Act (SLUSA)*. A la suite de l'adoption du *PSLRA* en 1995, de nombreux investisseurs ont cherché à en éviter l'application en exerçant leurs actions collectives devant les tribunaux étatiques et non plus fédéraux, en application de la loi étatique en question. En réaction, le Congrès a adopté en 1998 le *Securities Litigation Uniform Standards Act (SLUSA)*⁴⁰³, visant, pour l'essentiel, à interdire l'exercice d'actions

⁴⁰⁰ *Securities Exchange Act of 1934*, sections 21(E), *Application of Safe Harbor for Forward-Looking Statement*.

⁴⁰¹ *Securities Exchange Act of 1934*, section 21D(a)(3)(B).

⁴⁰² T.L. Hazen, *op. cit.*, n° 12.15(1)(A).

⁴⁰³ *Pub. L. 105-353*, 112 Stat. 3227.

collectives boursières en application d'une loi étatique, que ce soit devant une juridiction étatique ou fédérale⁴⁰⁴.

- 171 - **Synthèse.** Le législateur américain, à travers aussi bien le *PSLRA* que le *SLUSA*, a tenté de réduire les abus auxquels donnaient lieu les actions collectives en matière boursière, en raison des particularités procédurales américaines, consistant en un véritable « *chantage* » exercé sur les émetteurs. A en croire la doctrine américaine, le résultat semble toutefois mitigé. Le *PSLRA* a notamment été critiqué pour avoir davantage durci le recours à l'action collective en général qu'éliminé les actions collectives abusives⁴⁰⁵. La jurisprudence s'est employée, également, à réduire le champ des actions collectives au regard de leur faible efficacité et des abus qu'elles engendrent.

B - La restriction prétorienne

- 172 - **La restriction opérée par la Cour suprême.** Dans la ligne de sa jurisprudence *Dura v. Broudo*, la Cour suprême adopte une position de plus en plus restrictive, voire franchement hostile, à l'égard des actions collectives boursières sur le marché secondaire. En effet, au-delà même des solutions de nature procédurale qu'elle pose et qui tendent, de manière générale, à restreindre l'exercice de l'action, c'est la question même de l'opportunité du maintien de la théorie de la fraude sur le marché dont elle débat en réalité aujourd'hui, comme l'ont montré les affaires *Amgen (1)* et *Halliburton (2)*.

1 - L'affaire *Amgen*

- 173 - **La décision *Amgen*.** Dans l'affaire *Amgen*, une action collective avait été engagée par des investisseurs ayant acheté des actions de la société *Amgen* alors que celle-ci avait

⁴⁰⁴ *Securities Exchange Act of 1934*, sections 28(f)(1), *Class Actions Limitations* : « no covered class action based upon the statutory or common law of any State or subdivision thereof may be maintained in any State or Federal court by any private party alleging (A) a misrepresentation or omission of a material fact in connection with the purchase or sale of a covered security; or (B) that the defendant used or employed any manipulative or deceptive device or contrivance in connection with the purchase or sale of a covered security ».

⁴⁰⁵ V., par exemple, A.C. Pritchard, *Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers*, 85 *Va. L. Rev.* 925, 960 (1999). Adde S.J. Choi & R.B. Thompson, *Securities Litigation and Its Lawyers: Changes during the First Decade after the PSLRA*, 106 *Colum. L. Rev.* 1489, 1496-97 (2006), estimant que le *PSLRA* n'est pas parvenu à diminuer le nombre d'actions collectives boursières ; dans le même sens M.A. Perino, *Did the Private Securities Litigation Reform Act Work?*, *U. Ill. L. Rev.* 913, 976 (2003).

prétendument délivré au public de fausses informations, à propos de deux de ses principaux produits pharmaceutiques. Deux questions étaient posées à la Cour suprême, d'ordre essentiellement procédural : premièrement, les demandeurs doivent-ils apporter la preuve du caractère significatif de l'information (*materiality*) au moment de la certification de la classe ? Deuxièmement, le défendeur a-t-il alors le droit de démontrer le caractère non significatif de l'information, en établissant que la vérité a déjà pénétré le marché, pour s'opposer à la certification ? La Cour suprême a finalement estimé, en 2013, que la preuve de toute condition substantielle de la théorie de la fraude sur le marché, y compris le caractère significatif de l'information, relevait de l'examen au fond lors du procès et non du stade de la certification⁴⁰⁶.

Toutefois, au-delà de la question procédurale précisément posée, l'élément essentiel de la décision réside dans le fait qu'au sein même de la Cour suprême, quatre juges ont estimé, sans pourtant que la question ne leur soit posée, que celle-ci devrait, en tout état de cause, revisiter à l'avenir les fondements de la théorie de la fraude sur le marché, et s'interroger sur l'opportunité de son maintien, au regard notamment de la mise en évidence par la doctrine de sa faible efficacité. La Cour a d'ailleurs expressément cité l'article de référence du professeur Donald Langevoort de 2009, intitulé « *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market* »⁴⁰⁷, qui se livre à une synthèse critique sur vingt ans d'application de cette théorie. L'opportunité de la théorie de la fraude sur le marché s'est vue ainsi remise en cause, au plus haut degré judiciaire, par la Cour suprême, et ce de son propre chef. L'affaire *Halliburton* lui a donné l'occasion de se prononcer sur cette question fondamentale.

⁴⁰⁶ *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds*, 133 S. Ct. 1184 (2013). Sur cette décision, v. D.C. Langevoort, *Amgen and the Fraud-on-the-Market Class Action: Frozen in Time?*, *Georgetown Public Law and Legal Theory Research Paper No. 13-058*, 2013, disponible sur SSRN ; J.D. Cox, *Understanding Causation in Private Securities Lawsuits: Building on Amgen*, 66 *Vanderbilt Law Rev.* 1719 (2013). Pour une interprétation restrictive du droit d'action créé par la jurisprudence au titre de la règle 10b-5, v. également *Stoneridge Inv. Partners v. Scientific-Atlanta Inc.*, 552 U.S., 148 (2008) ; *Janus Capital Group, Inc. et al. v. First derivative Traders*, 564 U.S. (2011). A propos de cette décision dite « *Janus Capital* », v. D.C. Langevoort, *Lies Without Liars? Janus Capital and Conservative Securities Jurisprudence*, *Wash. U. L. Rev.* (2013).

⁴⁰⁷ D.C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, *Wisconsin L. Rev.* 151 (2009).

2 - L'affaire *Halliburton*

174 - **La première décision *Halliburton* de la Cour suprême de 2011.** Dans une première décision *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co. (Halliburton)*⁴⁰⁸ de 2011, la Cour suprême a jugé de manière unanime que les demandeurs n'avaient pas à prouver la *loss causation* pour obtenir la certification de la classe. Les demandeurs reprochaient à la société Halliburton d'avoir diffusé de fausses informations sur l'issue d'un contentieux mettant en cause sa responsabilité, sur le chiffre d'affaires attendu et les bénéfices potentiels d'une fusion, afin de faire augmenter artificiellement son cours de bourse. Le tribunal de district refusa de certifier la classe parce que les demandeurs n'apportaient pas la preuve de la *loss causation*, appliquant la jurisprudence de la Cour d'appel du cinquième circuit qui exige, au titre de la certification de la classe, soit une augmentation du cours lors de la diffusion de la fausse information soit une baisse du cours lors de la rectification de l'information⁴⁰⁹. En l'espèce, les demandeurs n'avaient pas apporté la preuve de la surévaluation initiale et le tribunal de district considérait que l'information rectificative n'était pas en rapport avec la fraude. La Cour d'appel du cinquième circuit confirma. La Cour suprême la censure : la preuve de la *loss causation*, qu'elle définit comme le lien de causalité entre l'information mensongère et le préjudice pécuniaire, relève par essence de l'examen du fond lors du procès, et pas de la phase de certification ; les demandeurs n'ont ainsi pas à en faire la preuve, lors de la certification, pour se prévaloir de la présomption de *reliance* instaurée par l'arrêt *Basic v. Levinson*. Elle reproche, par conséquent, à la cour d'appel d'avoir confondu *reliance* et *loss causation*, et renvoie l'affaire.

Que penser de cette décision ? Celle-ci ne nous convainc guère. Si la cour d'appel a confondu la *reliance* et la *loss causation*, c'est, simplement parce que, selon elle, la *loss causation* peut être caractérisée par une simple surévaluation du prix d'achat, de sorte que ces notions reviennent essentiellement au même : l'impact sur le cours de bourse vaut à la fois preuve de la *loss causation*, et présomption de *reliance* en application même de la décision *Basic v.*

⁴⁰⁸ *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, 131 S. Ct. 2179 (2011).

⁴⁰⁹ V. la décision de la Cour d'appel du cinquième circuit de 2007 (*Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*, 487 F.3d 261 (5th Cir. 2007)), selon laquelle les demandeurs doivent apporter la preuve de la *loss causation* dès la certification, compte tenu de la capacité limitée des actions collectives boursières à remplir les objectifs de réparation et de dissuasion pour lesquels avait été élaborée la théorie de la fraude sur le marché. V., sur cette décision, *Fifth Circuit Holds that Plaintiffs Must Prove Loss Causation Before Being Certified as a Class*, 121 Harv. L. Rev. 890, 896 (2008).

*Levinson*⁴¹⁰. Il est vrai, cependant, que la Cour d'appel du cinquième circuit ne s'est pas mise en conformité avec la jurisprudence *Dura v. Broudo*, intervenue en 2005 et exigeant plus qu'une simple surévaluation du prix d'achat au titre de la *loss causation*. Mais la controverse est ici essentiellement terminologique, reposant sur une divergence formelle de définition de la *loss causation*. Sur le fond, l'argument de la société Halliburton était parfaitement justifié : si l'information mensongère n'a pas eu d'impact sur le cours, il ne peut y avoir eu, en tout état de cause, de *reliance* indirecte dans la fausse information, selon les termes mêmes de la jurisprudence *Basic v. Levinson*. En effet, celle-ci admet que la présomption de *reliance* puisse être renversée par la preuve d'absence d'impact sur le prix, et ce au stade même de la certification, puisque cette jurisprudence a eu, précisément, pour objet de permettre une action collective pour information mensongère sur le marché secondaire. On regrettera ainsi la décision *Halliburton* de la Cour suprême de 2011, et ce d'autant, que d'un point de vue procédural, la certification est un moment crucial dans le cadre d'une action collective, en ce qu'elle augmente significativement la probabilité et le montant potentiel d'une transaction.

175 - **La deuxième décision *Halliburton II* de la Cour suprême de 2014.** C'est d'ailleurs ce que fit valoir, sur renvoi, la société Halliburton, considérant que la certification était, en tout état de cause, inappropriée, puisqu'elle avait apporté la preuve de l'absence d'impact sur le cours, et avait donc renversé la présomption de *reliance*, comme le permet la jurisprudence *Basic v. Levinson*. Il en résultait, selon elle, que, faute pour les investisseurs de pouvoir se prévaloir de cette présomption, ceux-ci devaient apporter la preuve individuelle de leur *reliance*, ce qui rendait la certification de la classe impossible, les questions individuelles prédominant alors sur les questions communes, en contradiction avec l'article 23(b)(3) du *Federal Rule of Civil Procedure*. Au-delà, la société Halliburton demandait l'abandon pur et simple de la théorie de la fraude sur le marché. Elle se prévalait, à ce titre, d'éléments qu'elle considérait comme « nouveaux », à savoir essentiellement que, depuis l'adoption de la jurisprudence *Basic v. Levinson* en 1988, la validité de la théorie de l'efficience informationnelle des marchés avait été fortement remise en cause et que les conséquences négatives de la théorie de la fraude sur le marché avaient été largement mises en évidence. Le tribunal de district rejeta cet argument et certifia la classe, ce que confirma la cour d'appel, en considérant que l'absence d'impact

⁴¹⁰ V., pour une appréciation critique, J.E. Fisch, *The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton*, *Wash. U. L. Rev.* (2013).

sur le cours ne pouvait renverser la présomption de *reliance* qu'au stade du procès, et non de la certification. Le problème de droit consistait donc, d'une part, à savoir si l'on pouvait renverser la présomption de *reliance*, par la preuve de l'absence d'impact sur le cours de l'information mensongère, seulement lors du procès ou bien également, antérieurement, lors de la certification et, d'autre part et surtout, à déterminer, bien plus largement, si la présomption de *reliance*, mise à jour par la jurisprudence *Basic v. Levinson*, devait, de manière générale, être maintenue.

La Cour suprême se prononce, par un arrêt fort attendu, en date du 23 juin 2014⁴¹¹. Elle refuse d'abord, de revenir sur la présomption de *reliance* créée par l'arrêt *Basic v. Levinson*, en considérant que la société Halliburton n'apporte aucun élément nouveau au soutien de sa demande. Elle observe, notamment, que l'argument tenant à l'efficience a déjà été traité par la Cour en 1988, lorsqu'elle avait indiqué n'adopter aucune théorie générale sur l'efficience, mais se contenter du constat que les professionnels du marché tenaient généralement compte des informations publiques significatives, ce qui avait un effet sur le cours. Elle ajoute, en outre, que le problème tenant aux conséquences généralement négatives de la théorie de la fraude relève plus spécifiquement de la compétence du Congrès qui, jusqu'à présent, n'a pas manifesté sa volonté de revenir sur cette théorie. Elle admet ensuite, en revanche, que les défendeurs doivent avoir la possibilité de renverser la présomption de *reliance* avant même le stade de la certification, par la preuve de l'absence d'impact sur le cours ; elle considère cependant que l'appréciation du caractère significatif de l'information doit, elle, continuer de relever de l'examen du fond lors du procès, reprenant la solution de l'arrêt *Amgen*.

Que peut-on retirer de cette nouvelle décision, « *Halliburton II* », de la Cour suprême de 2014 ? On relèvera d'abord, d'un point de vue procédural, que la Cour opère un revirement en admettant que la preuve de l'absence d'impact sur le cours de bourse de l'information mensongère permet de renverser la présomption de *reliance* et ce, allant au-delà des demandes de la société Halliburton, avant même la certification de la classe. En d'autres

⁴¹¹ *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014) (« *Halliburton II* »). V., sur cette décision, M.B. Fox, *Halliburton II: It All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price*, *Columbia Law and Economics Working Paper No. 488*, 10 sept. 2014, disponible sur SSRN ; *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 128 Harv. L. Rev. 291 (2014) ; D.P. Willey, *Misplaced Reliance: Rethinking Rule 10b-5 and the Causal Connection*, 95 B.U. L. Rev. 651 (2015), disponible sur Westlaw. Adde D.C. Langevoort, *Judgment Day for Fraud-on-the-Market?: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton*, *Georgetown Law Faculty Publications and Other Works, Paper 1226*, 2013, disponible sur SSRN.

termes, les défendeurs pourront désormais tenter de renverser la présomption, par la preuve de l'absence de surévaluation du prix d'achat, dès le stade du *pleading*, ce qui n'est pas négligeable, compte tenu de l'importance de la procédure, et devrait encore restreindre les actions collectives boursières sur le marché secondaire, en permettant de les faire déclarer irrecevables à un stade très précoce du contentieux⁴¹². On ne voit d'ailleurs pas bien, à cet égard, pourquoi la Cour suprême a refusé d'étendre cette solution à la question du caractère significatif de l'information qui devrait, selon nous, recevoir le même traitement, en ce qu'il a bien trait également à la recevabilité de l'action.

L'apport majeur de la décision est toutefois ailleurs, il consiste dans la décision de la Cour suprême de maintenir la théorie sur la fraude sur le marché. La décision était fort attendue sur ce point depuis l'arrêt *Amgen* de 2013, et beaucoup parmi la doctrine pensaient que la Cour suprême allait opter pour la solution contraire et revenir sur sa jurisprudence *Basic v. Levinson*. Toutefois, à bien y regarder, la solution n'a été adoptée qu'à une voix près au sein d'une Cour suprême particulièrement divisée, une grande partie des juges estimant, au contraire, que la théorie de la fraude sur le marché n'était pas justifiée d'un point de vue théorique, conduisait à des abus et à des résultats fort préjudiciables pour l'ensemble de la société, et devait donc être abandonnée. L'on retrouve d'ailleurs, en grande partie, les arguments avancés par le juge White dès 1988 dans son opinion dissidente lors de l'adoption de l'arrêt *Basic v. Levinson*. C'est dire combien la solution est fragile. Pour l'instant, la théorie de la fraude sur le marché a, de justesse, « sauvé sa peau », mais on doute qu'elle puisse résister encore longtemps aux coups de boutoir de la doctrine et de la jurisprudence... Ses jours sont probablement comptés, et ce serait alors l'ensemble du contentieux sur le marché secondaire qui disparaîtrait, emportant avec lui toute une industrie d'assureurs, d'avocats et d'experts spécialisés. Nous avouons, pour notre part, que l'abandon de cette théorie nous paraîtrait parfaitement justifié et souhaitable, au regard de la fragilité de ses fondements théoriques, de la faiblesse de ses résultats en matière tant de réparation que de dissuasion, et des fréquents abus auxquels elle donne lieu⁴¹³.

⁴¹² Certains avaient toutefois espéré que la Cour suprême ne présume plus l'impact de l'information mensongère sur le cours de bourse, et en fassent supporter la preuve aux demandeurs lors de la certification. La Cour se refuse à aller aussi loin, d'un point de vue procédural, et ne leur donne donc pas satisfaction sur ce point.

⁴¹³ *Contra* E.C. Chaffee, *An Oak Is An Oak Is An Oak Is An Oak: The Disappointing Entrenchment In Halliburton Co. v. Erica P. John Fund of The Implied Private Right of Action Under Section 10(B) and Rule*

176 - **Conclusion du Chapitre I.** En matière d'information publique défectueuse sur le marché secondaire, la Cour suprême des Etats-Unis, en consacrant la théorie de la fraude sur le marché en 1988, a posé une présomption réfragable d'altération de la décision, à condition que l'information soit significative et le marché efficient. Elle a justifié cette présomption au regard de la vraisemblance, en considérant que, puisque l'investisseur se fie au cours de bourse pour prendre ses décisions d'investissement et que celui-ci reflète, de par son efficacité, l'information défectueuse, il peut être présumé s'être fondé indirectement sur ladite information. Le raisonnement est toutefois particulièrement approximatif et repose en fait sur des hypothèses peu réalistes quant au processus décisionnel de l'investisseur. En vérité, ce sont essentiellement des motifs de politique juridique qui ont prévalu, ayant pour objectif d'assurer une réparation effective, tout en respectant les impératifs formels de la *common law*. Et, de fait, le droit américain s'est orienté vers la réparation d'une altération de cours et non de la décision.

Toutefois, le choix de l'altération de cours, qui doit être réparée, reste aujourd'hui encore âprement débattu. Les partisans de la théorie de la surévaluation estiment que le préjudice est, dans une perspective *ex ante*, caractérisé dès l'achat à un cours surévalué, tandis que ceux de la « *théorie des préjudices fantômes* », leur reprochent de ne pas faire la preuve de la certitude du préjudice de surévaluation et proposent plutôt de réparer, dans une perspective *ex post*, la baisse identifiable du cours faisant suite le cas échéant à la rectification informationnelle. Ils estiment en effet que le marché est bien plus fiable que le juge dans l'évaluation du préjudice subi. Aucune de ces deux théories n'est cependant convaincante, faute de dépasser les considérations théoriques pour aborder les difficultés pratiques : la première ne justifie effectivement pas de la possibilité de mesurer, avec suffisamment de certitude, le préjudice de surévaluation ; la seconde n'explique pas en quoi le marché serait le meilleur juge de l'évaluation, et comment on pourrait se passer de toute intervention humaine à cet égard. Enfin, si la Cour suprême a en 2005 clairement rejeté la théorie de la surévaluation, elle n'a pas véritablement tranché le débat, se contentant d'exiger la preuve de la dissipation postérieure de la surévaluation initiale.

10B-5, 9 *NYU JL & Liberty* 92 (2015), estimant que seul le Congrès est en droit de restreindre le droit d'action des investisseurs.

Enfin et surtout, les actions collectives boursières, et la théorie de la fraude sur le marché qui les sous-tend, font l'objet d'une restriction croissante, aussi bien de la part du législateur que du juge, au regard des abus qu'elles entraînent et de leurs faibles résultats, tant en matière de réparation que de dissuasion. Le législateur a ainsi adopté deux lois dans les années 1990 tendant à restreindre l'exercice de ces actions. Quant à la jurisprudence, elle se montre encore plus sceptique. Non seulement elle a également tendance à restreindre l'exercice des actions collectives boursières, mais elle s'interroge sur l'opportunité même du maintien de la théorie de la fraude sur le marché. Amenée à trancher le débat en 2014, la Cour suprême a finalement décidé, contre toute attente, de maintenir la théorie de la fraude sur le marché, mais les juges restent particulièrement divisés. Cette théorie pourrait donc, prochainement, prendre fin, ce qui serait à notre sens opportun, compte tenu des abus qu'elle engendre et de son manque flagrant d'efficacité.

CHAPITRE II - LA REPARATION D'UNE ALTERATION DE LA DECISION PAR L'INFORMATION EN DROIT FRANCAIS

177 - **Considérations liminaires sur la faute d'information publique défectueuse sur le marché secondaire en droit français. La prépondérance du juge répressif.** Comme en droit américain, c'est essentiellement dans le cadre de l'information publique défectueuse que le juge français a aménagé la responsabilité civile afin de la rendre plus effective⁴¹⁴. Cet aménagement n'a toutefois pas porté sur la faute, celle-ci n'apparaissant en effet guère problématique en la matière.

On l'a dit⁴¹⁵, la faute d'information publique défectueuse pourra consister tant une faute de commission, à travers la diffusion d'une information mensongère (fausse ou, au moins, trompeuse) au public, que d'omission de délivrer d'une information significative. L'investisseur pourra notamment s'appuyer, pour la caractériser, sur les nombreuses obligations d'information mises à la charge des émetteurs, aussi bien en matière d'information périodique que permanente⁴¹⁶. En outre, l'émetteur, du fait de sa place centrale dans la production de l'information financière, est le seul acteur des marchés financiers à être tenu expressément⁴¹⁷ d'une obligation générale de délivrer au public, en toutes circonstances, une

⁴¹⁴ Comme on le verra, le juge est également intervenu, en droit français, en matière de responsabilité civile pour opération d'initié. Toutefois, cette intervention s'est essentiellement traduite par la reconnaissance formelle de l'existence d'un préjudice par la Cour de cassation, et l'exigence dans deux affaires d'une altération du cours par les juges du fond, ce qui a empêché de fait toute indemnisation. Il n'y a donc pas eu de véritable « aménagement » de la responsabilité civile, mais simplement l'affirmation du principe de l'existence d'un préjudice – la question étant particulièrement discutée en doctrine –, sans que s'en suive une quelconque indemnisation. L'examen de cette jurisprudence trouve ainsi plus sa place dans la deuxième partie de cette thèse sur le choix de politique juridique à opérer *de lege ferenda*. Cf. *infra*.

⁴¹⁵ Cf. *supra*, en introduction.

⁴¹⁶ Comme nous l'avons indiqué précédemment, sur le marché secondaire, les obligations d'information à la charge de l'émetteur sont de deux ordres : il est tenu, d'une part, d'une obligation d'information périodique à échéances régulières (annuelle, semestrielle, voire trimestrielle), qui constitue un cadre régulier de communication avec le marché, issu pour l'essentiel de la transposition de la directive Transparence (v., notamment, RG AMF, Livre II, Titre II, Chapitre II, *Information périodique*) ; il est tenu, d'autre part, d'une obligation d'information permanente ou *ad hoc*, en vertu de laquelle il est tenu de révéler, dès que possible, toute information privilégiée au public, ce qui constitue un cadre permanent de communication avec le marché, issu de la transposition de la directive Abus de marché (art. 6 parag. 1). V. RG AMF, art. 223-2, I : « *tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 et qui le concerne directement* ».

⁴¹⁷ En effet, en raison de la répression de l'abus de marché de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, l'ensemble des acteurs est en fait tenu de ne pas délivrer une information fausse ou trompeuse sur les instruments financiers.

information qui présente, selon une trilogie devenue classique, les caractères d'exactitude, de précision et de sincérité⁴¹⁸.

En outre, dans un procès civil, l'investisseur ou le juge civil pourra, se fonder, au titre de la faute, sur la sanction pénale de l'abus de marché du délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses⁴¹⁹ ou, en dépit de l'absence d'autorité de la chose jugée attachée à ces décisions, sur la sanction administrative de l'abus de marché du manquement de diffusion

⁴¹⁸ Cette obligation, énoncée pour la première fois par la COB dans les années 1990 dans le règlement COB n° 90-02 puis reprise dans le règlement COB n° 98-07, figure aujourd'hui à l'article 223-1 du règlement général de l'AMF qui fixe la norme de comportement que doit respecter l'émetteur lorsqu'il délivre des informations au public en prévoyant que « *l'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère* ». On remarquera que si, sous l'empire des deux règlements précités, la règle s'imposait à toute personne délivrant des informations dans le public, elle ne s'applique plus aujourd'hui qu'au seul émetteur. Le champ d'application en est toutefois fort vaste puisqu'elle s'applique à toute information divulguée par ce dernier, quelle que soit la nature, permanente ou périodique, de cette information - bien que l'article 223-1 du règlement général de l'AMF se situe dans le chapitre relatif à l'information permanente, il existe un consensus pour considérer que cette exigence s'applique à tout type d'informations -, et quelle que l'origine de la décision d'informer : qu'elle découle d'une obligation légale ou réglementaire ou bien qu'elle soit d'origine volontaire (Sanct. COB, 1^{er} juin 1995, Welcom International (Bull. COB, n° 292, juin 1995, p. 15 : Banque et droit, nov.-déc. 1995, n° 44, p. 22, chron. F. Peltier et H. de Vauplane) : « *dès lors que la société Welcom International a pris l'initiative, malgré l'absence d'obligation légale ou réglementaire, d'entrer en communication avec le public, elle devait lui délivrer une information précise, exacte et sincère* ». Adde CA Colmar, 1^{re} ch. civ., 14 oct. 2003, n° 01/03432, Michel Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing (cf. *infra*) : « *la circonstance que la société émettrice ne soit pas obligée de communiquer des informations ne l'autorise pas pour autant à faire diffuser des informations fausses lorsqu'elle choisit de les faire paraître* ». Pour plus de détails concernant les caractères d'exactitude, de précision et de sincérité, v., notamment, Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 432 et s.

⁴¹⁹ Le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou de fausse information, qui a pu être qualifié par la doctrine de délit d'« *intoxication boursière* » (W. Jeandidier, *Droit pénal des affaires*, Dalloz, coll. Précis droit privé, 2005, 6^e éd., n° 130), a été introduit en droit français en même temps que le délit d'initié par la loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970, initialement à l'article 10-1 al. 3 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967. Il est aujourd'hui prévu à l'article L. 465-2 alinéa 2 du Code monétaire et financier qui punit « *le fait, pour toute personne, de répandre ou de tenter de répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur ou de ses titres admis aux négociations sur un marché réglementé au sens de l'article L. 421-1 ou pour lesquels une demande d'admission sur un tel marché a été présentée, ou sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'intiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations ou négociés sur un système multilatéral de négociation, admis à la négociation sur un tel marché ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée 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, ou d'un contrat commercial relatif à des marchandises et lié à un ou plusieurs des instruments mentionnés précédemment de nature à agir sur les cours desdits instruments ou actifs* ». Le texte a été modifié en dernier lieu par la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013, qui a anticipé en droit français la transposition de la directive 2014/57/UE du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (cf. *supra*, en introduction). La peine prévue est celle de l'article L. 465-1 alinéa 1 du Code monétaire et financier soit une peine de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1 500 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit. Le délit de diffusion de fausse information en matière boursière est défini particulièrement largement, d'autant qu'il couvre désormais non plus seulement les marchés réglementés mais également les systèmes multilatéraux de négociation. Il s'applique à tous les intervenants du marché, et ses éléments constitutifs, à la fois matériel et moral, sont bien peu exigeants, de sorte qu'il devrait couvrir la plupart des informations délivrées sur le marché secondaire. D'autres délits pénaux peuvent en outre être applicables aux dirigeants sociaux (délit de présentation de comptes infidèles, cf. *infra*) ou aux commissaires aux comptes (délit de confirmation d'informations mensongères, cf. *infra*).

d'informations fausses ou trompeuses⁴²⁰ ou de la violation d'une obligation positive d'information⁴²¹ (en cas d'omission, notamment de révéler une information privilégiée au titre de l'obligation d'information permanente) par la commission des sanctions de l'AMF, sur le fondement de l'article L. 621-15, II, c) et d) du Code monétaire et financier⁴²². La jurisprudence civile adopte, à cet égard, des positions variées, pouvant se fonder sur la commission d'un abus de marché⁴²³, même non sanctionné⁴²⁴, mais également sur d'autres éléments de fait pour caractériser la faute civile⁴²⁵.

⁴²⁰ L'article 632-1 alinéa 1^{er} du règlement général de l'AMF prévoit ainsi que « toute personne doit s'abstenir 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 ou sur des produits de base, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses ». Il a été modifié en dernier lieu par l'arrêté du 5 juin 2014 qui, anticipant la date d'application des modifications opérées par le règlement n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché, en a étendu le champ d'application à l'ensemble des systèmes multilatéraux de négociation (v. RG AMF, art. 632-1 al. 5). On notera également que la loi précitée du 26 juillet 2013, anticipant également l'application du règlement européen, a élargi la répression à la tentative de diffusion d'une information fausse ou trompeuse. Cf. *supra*, en introduction. Encore plus que le délit, le manquement administratif de diffusion de fausse information trouve largement à s'appliquer. Notamment, au regard de l'élément moral, si le manquement ne peut être considéré comme purement objectif, l'intentionnalité requise apparaît, de manière générale, relativement faible. Ainsi, le manquement administratif devrait couvrir la plupart des informations délivrées sur le marché secondaire.

⁴²¹ On se reportera aux manuels de référence pour plus de détails. V. notamment Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 436 et s., et n° 516 et s. ; A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1450 et s., n° 1479, et n° 1544 et s. ; D. Ohl, *Droit des sociétés cotées : accès aux marchés, valeurs mobilières cotées, offres publiques, abus de marché*, Litec, coll. LitecProfessionnels Droit des sociétés, 2008, 3^e éd., n° 644 et s. ; P. Maistre du Chambon, A. Lepage et R. Salomon, *Droit pénal des affaires*, LexisNexis, coll. Manuel, 2015, 4^e éd., n° 977 et s., et n° 1018 et s. ; D. Martin, E. Dezeuze, et F. Bouaziz (en collaboration avec M. Françon), *op. cit.*, n° 269 et s. ; P. Clermontel, *op. cit.*, n° 538 et s.

⁴²² L'article L. 621-15, II, c) et d) du Code monétaire et financier permet en effet de sanctionner, par renvoi à l'article L. 621-14 du même code, outre les abus de marché, « tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché ».

⁴²³ Ainsi, dans le volant civil de l'affaire *Marionnaud*, les juges du tribunal de commerce se sont expressément référés aux sanctions administratives et pénales prononcées contre la société et ses principaux dirigeants pour caractériser la faute civile de ces derniers et indemniser un grand nombre d'actionnaires. V. T. com. Créteil, 2^e ch., 19 janv. 2010, n° 2005F00978, *Marionnaud Parfumeries* : « attendu que le jugement du Tribunal de Grande Instance de Paris en date du 9 juillet 2008, l'Arrêt de la Cour d'appel de Paris en date du 27 mai 2009, ainsi que la décision de l'AMF du 5 juillet 2007 devenue définitive suite à l'Arrêt de la Cour d'appel de Paris en date du 25 juin 2008, s'accordent dans leurs attendus et dispositifs à qualifier d'"erronée et trompeuse" ladite communication. Attendu que ces décisions s'accordent également à juger que cette communication fallacieuse était susceptible de causer un préjudice aux actionnaires, en les incitant à acheter ou à conserver des titres de la société MARIONNAUD à un cours supérieur à sa valeur réelle » (cf. *infra*).

⁴²⁴ Le juge civil peut, en effet, se référer expressément aux éléments constitutifs d'un abus de marché pour caractériser la faute civile quand bien même celui-ci n'aurait pas été sanctionné pénalement ou administrativement. Tel a été le cas dans l'affaire *Eurodirect Marketing*. Les juges de première instance ont d'abord rappelé qu'il était indifférent, au regard des procédures judiciaires, que les communiqués litigieux diffusés par l'émetteur, faisant état de prévisions de résultats qu'il savait ne pas pouvoir atteindre puis rectifiant de manière tardive l'information erronée, n'aient pas fait l'objet d'une sanction de la COB. Ils ont, toutefois, relevé ensuite, en se référant aux éléments constitutifs du délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, que « la société défenderesse a répandu sciemment de fausses informations dans le but de maintenir ses actions à leur cours, voire les faire augmenter », pour caractériser une faute civile et indemniser un actionnaire qui avait acquis des actions de l'émetteur sur le fondement des fausses informations (cf. *infra*).

⁴²⁵ Ainsi, dans l'affaire *Gaudriot*, si les juges ont fait référence à la décision de sanction administrative prononcée par l'AMF contre le président-directeur général de la société (Sanct. AMF, 26 oct. 2006, Pierre-Henri Gaudriot, BALO 28 févr. 2007, Bull. n° 26 : RDBF, 2007, n° 4, 166, p. 31, note A.-C. Muller - CA Paris, 1^{re} ch.

La situation se présente différemment devant le juge répressif. La commission d'une infraction pénale, par exemple de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, sera, en effet, une condition indispensable pour que la victime puisse être indemnisée, le juge pénal ne pouvant, bien évidemment, statuer sur les intérêts civils en application des principes de la responsabilité civile, que si une infraction pénale a été commise - celle-ci constituant alors la faute civile⁴²⁶. La plupart des affaires relatives à l'indemnisation d'investisseurs pour information publique défectueuse sur le marché secondaire se sont d'ailleurs tenues devant le juge pénal⁴²⁷, en raison notamment des facilités probatoires qu'offre la voie répressive, en comparaison de la voie civile. En effet, la preuve, qui relève essentiellement de la victime devant le juge civil, sera, en grande partie, apportée au pénal par le travail préalable d'enquête du Parquet et d'instruction du juge d'instruction. On rappellera enfin l'existence du principe d'autorité de la chose jugée au criminel sur le civil, en vertu duquel le juge civil doit tenir pour vrai ce qui a été jugé par le juge répressif⁴²⁸, et qui a pour conséquence procédurale que le « *criminel tient le civil en état* »⁴²⁹.

La preuve de la faute ne posant, en définitive, guère de difficulté en matière d'information publique défectueuse sur le marché boursier, ce sont les conditions relatives à la causalité et au préjudice qui ont dû faire l'objet d'un aménagement par le juge, afin de faciliter l'exercice de la responsabilité civile.

sect. H, 20 nov. 2007, Gaudriot c/ AMF - Cass. com. 18 nov. 2008, n° 08-10.246, Gaudriot c/ AMF : Dr. sociétés, juill. 2009, n° 7, comm. 142, p. 25, note Th. Bonneau ; RTDF, 2008, n° 4, p. 141, obs. B. Garrigues ; RTD com. 2009, p. 179, note N. Rontchevsky ; JCP E, 30 avr. 2009, p. 1431, chron. Y. Sexer et N. du Chaffaut ; Banque et droit, janv. 2009, n° 123, p. 27, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; RJDA 3/2009, n° 233 (texte intégral et rapport R. Salomon, p. 151)), ils ont, plus largement, afin de caractériser la faute civile de ce dirigeant et d'autres administrateurs, constaté leurs manœuvres délibérées consistant à donner une image tronquée de la société et révélant leur volonté de fausser l'opinion du public, ce qui les a conduits à indemniser un grand nombre d'actionnaires (cf. *infra*).

⁴²⁶ On notera, cependant, que la loi n° 2000-647 du 10 juillet 2000 tendant à préciser la définition des délits non intentionnels, JORF n° 159 du 11 juillet 2000, p. 10484, dite « *loi Fauchon* », a introduit un article 4-1 dans le Code de procédure pénale qui permet désormais au juge pénal qui a prononcé une relaxe concernant une infraction d'imprudence de se prononcer tout de même sur les intérêts civils. Toutefois, le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses étant, par nature, une infraction intentionnelle, ce texte ne pourra s'appliquer en la matière.

⁴²⁷ À l'exception des affaires *Eurodirect Marketing*, *Flammarion*, *Gaudriot*, et, en partie, *Marionnaud* (cette affaire connaissant également un volet pénal). Toutes les autres affaires, environ une dizaine (*Société générale de fonderie*, *Landauer*, *Comptoir des entrepreneurs*, *Sedri*, *Banque Pallas Stern*, *Crédit Lyonnais*, *Sidel*, *Régina Rubens*, *Marionnaud* dans son volet pénal, et *Vivendi*), se sont tenues devant le juge répressif. Cf. *infra*.

⁴²⁸ V. J. Larguier et Ph. Conte, *Procédure pénale*, Dalloz, coll. Mémentos, 2014, 23^e éd., p. 424 et s. Le domaine en a toutefois été réduit, notamment du fait du nouvel article 4-1 du Code de procédure pénale, préc., en vertu duquel la relaxe au pénal n'interdit plus au juge civil de retenir une faute d'imprudence.

⁴²⁹ Selon l'article 4 alinéa 2 du Code de procédure pénale, le juge civil doit surseoir à statuer jusqu'au prononcé d'une décision pénale irrévocable. V. J. Larguier et Ph. Conte, *op. cit.*, p. 186 et 187 : « *la raison de cette règle est que le juge civil devra ensuite tenir compte de la chose jugée au criminel (c'est parce que "Le criminel emporte le civil" que "Le criminel tient le civil en état")* ».

178 - **L'aménagement de la responsabilité civile par le juge.** L'investisseur qui prend une décision d'investissement relativement à des titres financiers alors qu'une fausse information relative auxdits titres était diffusée sur le marché boursier subit-il un préjudice ? Si la Cour de cassation a répondu de manière positive à cette interrogation dès le début des années 1990⁴³⁰, la question de la nature de ce préjudice a fait l'objet, depuis lors, d'une construction prétorienne continue qui reflète le particularisme de l'information publique défectueuse sur le marché boursier, tenant à la *summa divisio* entre altération de la décision et altération du cours.

Le juge français a ainsi tenu compte de cette double influence en aménageant la responsabilité civile en la matière, de façon à ce qu'elle puisse constituer un mode de réparation collectif du préjudice et ainsi être effective. S'il a, au début, opté pour la réparation d'une altération du cours de bourse, celle-ci est restée résiduelle (**Section I**) ; il a rapidement abandonné cette voie pour privilégier la réparation d'une altération de la décision (**Section II**).

⁴³⁰ La voie de l'indemnisation par le juge pénal des victimes d'infractions boursières a été ouverte par la Cour de cassation lorsqu'elle a admis la recevabilité de l'action civile des actionnaires ou porteurs d'instruments financiers de l'émetteur, victimes d'un délit de diffusion de fausse information ou de publication de comptes infidèles (Cass. crim. 5 nov. 1991, n° 90-82.605, Société Industrielle et Financière Bertin, Bull. crim., n° 394, p. 997 ; Bull. Joly sociétés, 1992, n° 2, p. 163, § 145, note J.-F. Barbière ; Rev. sociétés, 1992, p. 91, note B. Bouloc ; Dr. sociétés, 1991, n° 56, note H. Le Nabasque ; D., 1992, IR, p. 13). Dans cet arrêt, la Cour de cassation, statuant au stade de l'instruction, après avoir rappelé la formule classique selon laquelle « 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 au juge d'admettre comme possibles l'existence du préjudice allégué et la relation directe de celui-ci avec une infraction à la loi pénale », censure l'arrêt de la chambre d'accusation ayant déclaré irrecevable la plainte, au titre du délit de présentation ou de publication de comptes infidèles commis par le président du conseil d'administration d'une société anonyme, d'une partie civile qui n'avait acquis des actions de la société que plusieurs mois après l'assemblée générale où avait été présenté le bilan critiqué. La Cour de cassation estime que ledit actionnaire, faisant état de ce que le faux bilan avait servi de base à l'évaluation des actions qu'il avait achetées, était bien recevable en sa constitution de partie civile devant le juge d'instruction. Dans le même sens, v. déjà T. corr. Seine, 31 oct. 1963 : Gaz. Pal., 1964, 1, jur., p. 173, admettant la recevabilité de l'action civile du chef de la publication ou la présentation de comptes infidèles d'un actionnaire ayant acheté ou cédé ses titres au vu des énonciations de faux comptes. *Adde* Cass. crim. 30 janv. 2002 (cf. *infra*), et en dernier lieu, en matière de publication ou présentation de comptes infidèles, Cass. crim. 16 avr. 2008 : Dr. sociétés, 2008, comm. n° 135, obs. R. Salomon. Pour un créancier : Cass. crim. 8 mars 2006 : Bull. Joly Sociétés, 2006, p. 1041, § 212, note critique H. Matsopoulou ; BRDA, 2006/14, p. 4, n° 7 ; RJDA, 2006, p. 964, n° 1042. Une jurisprudence bien établie déclare également recevable l'action civile de l'émetteur contre ses dirigeants du chef d'un délit de diffusion de fausse information ou de publication de comptes infidèles. V. les affaires du *Comptoir des entrepreneurs* (cf. *infra*), des *Ciments français* (T. corr. Paris, 11^e ch., 7 févr. 2002, Ciments français, inédit) et du *Crédit Lyonnais* (T. corr. Paris, 31^e ch., 18 juin 2003, Crédit Lyonnais, inédit - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 23 févr. 2005, Crédit Lyonnais, inédit - Cass. crim. 17 mai 2006, n° 05-81.758, Crédit Lyonnais, JurisData n° 2006-034082 : Rev. sociétés, 2006, p. 885, note B. Bouloc ; JCP E, 2006, n° 42, 2509, comm. J.-H. Robert ; Dr. pén., sept. 2006, comm. 114, obs. J.-H. Robert ; Dr. sociétés, 2006, n° 12, comm. 191, R. Salomon - CA Versailles 21 mai 2008, Crédit Lyonnais, inédit - Cass. crim. 10 sept. 2008, n° 08-84.164, Crédit Lyonnais, JurisData n° 2008-045345 : D., 2009, p. 65, note B. Bouloc ; Dr. sociétés, 2008, comm. 260, obs. R. Salomon - CA Versailles, 9^e ch. corr., 6 nov. 2009, Crédit Lyonnais, inédit - Cass. crim. 23 mars 2011, n° 10-81.517, Crédit Lyonnais, JurisData n° 2011-007078 : Dr. sociétés, 2011, n° 6, comm. 121, obs. R. Salomon). Cela a pour conséquence que la société peut se retrouver à la fois auteur, et éventuellement civilement responsable envers les actionnaires, et victime de la même infraction, ce qui est critiqué par une partie de la doctrine (v. notamment Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 407, § 101, note critique J.-D. Belot et E. Dezeuze, sous Cass. crim. 29 nov. 2000).

Section I - **La réparation résiduelle d'une altération du cours**

179 - **La réparation résiduelle d'une altération de cours.** Comme en droit américain, la jurisprudence française a eu l'occasion de réparer une altération de cours, subie à la fois *ex ante* (**Paragraphe 1**) et *ex post* (**Paragraphe 2**)⁴³¹. Toutefois, si aux Etats-Unis, cette méthode est devenue le standard couramment pratiqué, elle n'a été appliquée, en France, que de manière résiduelle.

Paragraphe 1 - **La réparation de l'altération du cours *ex ante***

180 - **La réparation du préjudice d'altération de cours *ex ante*.** Depuis longtemps, la doctrine avait perçu que le délit de publication de comptes infidèles pouvait causer un dommage à toute personne ayant acheté trop cher ou vendu à un cours trop bas des titres⁴³², ce qui revenait à analyser *ex ante* l'impact de la fausse information sur le cours de bourse. La jurisprudence a eu ainsi l'occasion, lors de deux affaires, de mettre en évidence le préjudice lié à l'altération du cours exercée *ex ante* par l'information mensongère (**A**), ce qui pose le problème du calcul de ladite altération (**B**).

A - **La mise en évidence du préjudice d'altération du cours *ex ante***

181 - **La mise en évidence du préjudice d'altération du cours *ex ante* par la jurisprudence.** Les affaires *Société générale de fonderie* et *Régina Rubens* ont été l'occasion pour le juge français de dégager et d'appliquer un chef de préjudice spécifique, consistant dans l'impact exercé *ex ante* par la fausse information sur le cours (**1**). La mise en évidence de cette sorte de préjudice n'a, toutefois, pas permis d'indemniser les investisseurs ayant conservé leurs actions (**2**).

⁴³¹ C'est par rapport à la rectification de l'information que nous nous situons *ex ante* ou *ex post* (cf. *supra*).

⁴³² V. A. Touffait, avec le concours de J. Robin, A. Audureau et J. Lacoste, *Délits et sanctions dans les sociétés*, Sirey, 1973, 2^e éd., n° 213. *Adde* dans une perspective plus générale, N. Rontchevsky, note sous T. corr. Paris, 11^e ch., 17 déc. 1997 et T. corr. Paris, 11^e ch., 27 févr. 1998, RTD com., 1998, p. 640 : « les infractions touchant à la formation des cours de bourse (délit de fausse information et délit de manipulation de cours prévus par les articles 10-1 al. 3 et 10-3 de l'ordonnance du 28 sept. 1967) causent un préjudice financier direct aux porteurs de titres en agissant sur la valeur de ceux-ci » ; H. de Vauplane et O. Simart, *Délits boursiers : propositions de réformes. Pour une répartition des compétences répressives selon le caractère économique ou moral de l'infraction*, RD bancaire et bourse, 1997, n° 3, p. 85, § 61, considérant que la différence de cours est « la différence entre le cours normal du titre et sa valeur après la diffusion de l'information ».

1 - Les affaires *Société générale de fonderie* et *Régina Rubens*

- 182 - **L'affaire *Société générale de fonderie*.** Dans les années 1990, la jurisprudence a eu l'occasion, dans le cadre de l'affaire *Société générale de fonderie*⁴³³, de se prononcer pour la première fois sur la nature du préjudice résultant de la commission du délit de diffusion de fausses informations dans le public. En l'espèce, les dirigeants avaient pendant près de six mois présenté, par divers communiqués de presse, la société comme étant en voie de redressement alors qu'ils savaient qu'elle était en réalité en cessation des paiements. Des actionnaires, qui avaient acheté des titres à la fois avant et pendant la période de diffusion des fausses informations sur le marché et les avaient revendus à perte après la rectification de l'information, demandèrent réparation de leur préjudice, fondé sur la différence entre le prix d'acquisition et le prix de revente. La Cour d'appel de Paris considéra la certitude du préjudice comme acquise dès lors que les victimes avaient acheté des actions de la Société générale de fonderie « à un cours supérieur à la valeur réelle et ce par suite de la diffusion de fausses informations », pour confirmer le jugement entrepris.
- 183 - **L'affaire *Régina Rubens*.** C'est également l'approche qui a été retenue dans l'affaire *Régina Rubens* pour les acquisitions d'actions effectuées par les investisseurs au début du processus délictueux⁴³⁴. Le Tribunal correctionnel de Paris considère, en effet, que « sans ces éléments frauduleux les actionnaires n'auraient pas acquis les titres au même prix au début du processus délictueux »⁴³⁵, et répare le préjudice subi par ces derniers à hauteur de la moitié du prix d'acquisition des actions. Il estime, en d'autres termes, que le cours était surévalué de 50 % au début du processus délictueux mis en place par les dirigeants du fait des fausses

⁴³³ T. corr. Paris, 11^e ch., 20 déc. 1990, Société générale de fonderie : RTD com. 1992, p. 884, note P. Bouzat ; RDBF, 1991, n° 24, p. 69, note M. Jeantin et A. Viandier ; Gaz. Pal., 6 août 1991, p. 461, note J.-P. Marchi (texte quasi intégral) - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 15 janv. 1992, Société générale de fonderie : RTD com. 1992, p. 884, note P. Bouzat ; Dr. sociétés, sept. 1992, p. 13, § 189, note H. Hovasse ; Gaz. Pal., 23 avril 1992, p. 293, note J.-P. Marchi (texte quasi intégral) ; Banque et droit, nov.-déc. 1993, n° 32, p. 22, note F. Peltier - Cass. crim. 15 mars 1993, n° 92-82.263, Société générale de fonderie, Bull. crim., 1993, n° 112, p. 270 : Rev. sociétés, 1993, p. 847, note B. Bouloc ; RTD com., 1994, p. 148, note P. Bouzat ; D., 1993, p. 610, note C. Ducouloux-Favard ; Dr. sociétés, nov. 1993, p. 15, note H. Hovasse ; Bull. Joly Bourse, 1993, n° 4, p. 365, Jurispr. 76, note M. Jeantin (texte intégral) ; Gaz. Pal., 20 juillet 1993, p. 351, note J.-P. Marchi ; Banque et droit, nov.-déc. 1993, n° 32, p. 22, note F. Peltier ; RDBF, juill.-août 1993, n° 38, p. 178, obs. J. Pannier ; D., 1995, p. 203, note Y. Reinhard - CA Orléans 20 juin 1994, Société générale de fonderie : D., 1995, n° 5, p. 81, note C. Ducouloux-Favard (texte intégral) - Cass. crim. 19 oct. 1995, n° 94-83.884, Société générale de fonderie, Bull. crim., 1995, n° 317, p. 882 : Rev. sociétés, 1996, p. 323, note B. Bouloc ; Bull. Joly Bourse, 1996, n° 2, p. 116, § 22, note N. Decoopman.

⁴³⁴ Cf. *infra*.

⁴³⁵ Cf. *infra*.

informations diffusées. L'approche retenue en matière d'évaluation de l'impact de la fausse information sur le cours semble donc être celle de la valeur proportionnelle⁴³⁶ : un coefficient fixe de 50 % est affecté à la fausse information pour toute la durée pendant laquelle les manipulations comptables sont restées d'une ampleur limitée.

2 - L'exclusion de la conservation

184 - **Le problème de la conservation des titres.** Si une telle approche conduit à réparer un préjudice aussi bien en cas d'achat à un cours surévalué que, symétriquement, de vente à un cours sous-évalué, elle ne permet pas, en revanche, de caractériser un préjudice dans une hypothèse de conservation des titres. L'actionnaire qui a conservé ses titres tandis qu'une information faussement positive était communiquée au marché ne peut, en effet, se prévaloir d'un quelconque préjudice si celui-ci est défini comme l'impact de la fausse information sur le cours de bourse au jour de la décision d'investissement initiale : cela n'aurait pas de sens de considérer qu'il a conservé ses titres « à un prix trop fort » ou « à un prix trop faible »⁴³⁷. C'est d'ailleurs la solution retenue dans l'affaire *Société générale de fonderie*, dans laquelle les juges du fond refusèrent d'indemniser les actionnaires pour les actions acquises antérieurement à la publication de l'information litigieuse. Ceux-ci formèrent alors un pourvoi que la Cour de cassation écarta sèchement au motif que « *seul le préjudice né de la différence de cours est certain et découle directement de l'infraction* ». Le droit américain, qui répare essentiellement une altération de cours, exclut d'ailleurs, les investisseurs ayant conservé leurs titres des actions collectives engagées au titre de la règle 10b-5⁴³⁸. Comme nous le verrons en effet, seule la prise en compte de l'altération de la décision de l'investisseur par l'information mensongère peut conduire à la reconnaissance d'un préjudice en cas de conservation⁴³⁹.

⁴³⁶ Cf. *infra*.

⁴³⁷ Certains auteurs ont également soutenu qu'il peut « *paraître peu conforme à la morale minimale attendue (peut-être naïvement) de la conduite des affaires et du fonctionnement des marchés financiers de caractériser un préjudice comme l'impossibilité de se défaire aux dépens d'un tiers d'un embarrassant mistigri* » (J.-D. Belot et E. Dezeuze, note sous Cass. crim. 30 nov. 2000, n° 99-80324, Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 407, § 101, spéc. 5).

⁴³⁸ V. *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975). Cf. *supra*.

⁴³⁹ Cf. *infra*.

B - Le problème du calcul de l'altération du cours *ex ante*

185 - **Le problème du calcul de l'altération du cours *ex ante*. Approches envisageables.** Comme nous l'avons abordé déjà en droit américain, cette approche présente toutefois une difficulté redoutable⁴⁴⁰ : elle suppose de pouvoir déterminer l'impact de la fausse information sur le cours de bourse, et ce à n'importe quel moment entre la diffusion de la fausse information et sa rectification, puisqu'une opération sur le titre, un achat ou une vente, peut avoir lieu à tout moment. Comment appréhender l'évolution de cet impact entre ces deux dates alors que le cours de l'action va fluctuer en raison de nombreux facteurs⁴⁴¹, et notamment de l'aléa boursier ? Comme l'a bien mis en évidence un auteur⁴⁴², trois approches sont envisageables : l'approche de la valeur fixe (1), l'approche de la valeur proportionnelle (2) et l'approche de la valeur réelle (3).

⁴⁴⁰ La doctrine française a pu toutefois sembler divisée sur l'ampleur de la difficulté. Comp. J.-J. Daigre, note sous CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, Rev. sociétés, 2009, p. 121 : « certes, investir en bourse suppose l'acceptation d'un risque ; pour autant, toutes les évolutions boursières ne résultent pas uniquement du libre jeu du marché ; il est de nombreux cas dans lesquels l'établissement du cours est perturbé de manière anormale, spécialement dans l'hypothèse d'un délit d'initié, d'une manipulation de cours ou d'une fausse information du marché. Telle était bien la situation en l'occurrence, où les deux prévenus avaient été définitivement condamnés pour délit d'initié et délits de diffusion d'informations trompeuses et de présentation de comptes inexacts. Mais, comment alors faire la part des choses ? Les experts en matière financière savent comment y parvenir » ; et B. Garrigues, RTDF, 2007, n° 2, p. 128, note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., n° 0106896039, 22 janv. 2007, Régina Rubens : « le Tribunal semble ainsi suggérer que le préjudice subi par les actionnaires ayant acquis leurs titres avant cette dernière date doit être évalué en fonction de la différence supposée entre la valeur de ces titres lors de leur acquisition, gonflée par l'impact de la fausse information, et la valeur qu'auraient eue ces actions à ce moment, si une information exacte leur avait été délivrée. Reste que, notamment, parce que l'impact d'une information inexacte sur le cours d'un titre ne peut être objectivement mesuré, aucun calcul précis ne peut intervenir en application d'un tel critère. Le code monétaire et financier a bien compris cette situation, qui l'a conduit à ne pas subordonner la caractérisation du manquement à la bonne information du public, à la démonstration de l'effet de cette information sur le cours, et à se satisfaire de ce que l'infraction ait été "susceptible" d'avoir généré un effet sur le cours ».

⁴⁴¹ P.-Y. Chabert, in colloque *La gouvernance dans les sociétés anonymes, un bouclier pour les dirigeants*, dir. Y. Paclot, Rev. Lamy dr. aff., 2009, n° 41, supplément : « l'évaluation du préjudice est délicate dans la mesure où il est difficile d'attribuer une variation du cours de bourse à l'information inexacte ou à des facteurs exogènes et sans lien de causalité avec cette information, tels que, par exemple, des facteurs macro-économiques (modification des taux d'intérêt par les banques centrales ou annonces d'autres indicateurs importants pour les marchés) ou des annonces faites par d'autres entreprises dans le même secteur économique (qui peuvent perturber le cours par effet de contagion). Il est aussi important de noter que l'impact économique réel de l'information inexacte peut être amplifié de manière artificielle par l'hyperréactivité du marché aux annonces et à la volatilité des marchés démultipliée par l'effet de levier utilisée par certains opérateurs. En outre, la perte de confiance pouvant résulter de la communication d'une information inexacte peut également conduire à une désaffection pour l'émetteur accentuant significativement l'impact réel de l'inexactitude ».

⁴⁴² Ch. Clerc, *La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations*, RTDF, 2007, n° 1, p. 31, n° 22.

1 - L'approche de la valeur fixe

186 - **Exemple.** Prenons un exemple⁴⁴³. Soit une société cotée dont les comptes au 31 décembre 2011 sont inexacts et un actionnaire qui a acquis sur le marché le 1^{er} juin 2012 une action de la société au cours de 100 euros, ce cours ayant été établi sur la base des informations publiques disponibles, en ce compris les comptes erronés. Si la publication de comptes exacts avait conduit le cours de bourse à s'établir à 80 euros au lieu de 100 au jour de l'achat de l'action, l'actionnaire devrait être indemnisé de la différence entre le cours auquel il a acheté et le cours auquel il aurait acheté en l'absence de fausse information sur le marché, soit 20, ce qui correspond à l'impact de la fausse information sur le cours. Trois approches sont envisageables.

187 - **L'approche de la valeur fixe.** Selon l'approche de la valeur fixe, l'on considère que l'impact de la fausse information sur le cours a une valeur fixe : on affecte ainsi une valeur fixe, de 20 euros dans notre exemple, à la fausse information tout au long de la période de diffusion des fausses informations, quelles que soient par ailleurs les fluctuations du cours sous l'influence d'autres facteurs. Par ailleurs, un actionnaire qui aurait acheté et revendu pendant cette période n'aurait *a priori* subi aucun préjudice dès lors qu'il aurait acheté et revendu à un cours pareillement surévalué, et ce qu'il réalise une plus-value ou bien une moins-value lors de la revente. L'indemnisation est donc, selon cette approche, indépendante à la fois des fluctuations du cours et, en cas de revente, du prix auquel s'effectue cette dernière.

Cette approche a le mérite de la simplicité, mais apparaît peu réaliste, notamment au regard du principe de valeur décroissante de l'information, selon lequel l'importance de l'information décroît avec le temps. En effet, si l'actionnaire revend au 1^{er} décembre 2012, il est probable que l'impact des comptes 2011 sur le cours de l'action soit moindre qu'il ne l'était à la date d'achat, au 1^{er} juin 2012, notamment en raison de la publication, entre ces deux dates, des comptes intermédiaires trimestriels et semestriels, qui constituent une information nouvelle venant relativiser l'importance de l'information ancienne. En outre, la correction de la fausse information est généralement anticipée de manière progressive par le marché et donc reflétée partiellement dans le cours de bourse avant même la révélation de la vérité.

⁴⁴³ Nous nous inspirons d'un exemple donné par Ch. Clerc, art. préc., n° 38.

2 - L'approche de la valeur proportionnelle

188 - **L'approche de la valeur proportionnelle.** Selon l'approche de la valeur proportionnelle, l'on suppose que le cours de bourse d'une action résulte d'une série de facteurs chacun affecté d'une pondération relative constante. La fausse information est l'un de ces facteurs et se voit affecter d'une valeur proportionnelle constante tout au long de la période de diffusion des fausses informations, de 20 % dans notre exemple. Pour évaluer le préjudice d'un actionnaire qui aurait acheté et revendu pendant cette période, il faudra ainsi calculer l'impact de la fausse information en valeur absolue à la date d'achat et à la date de revente et les comparer. Ainsi, si l'actionnaire ayant acheté au 1^{er} juin 2012 une action au cours de 100 euros la revend le 1^{er} octobre 2012 alors que le cours est de 90 euros, il aura acheté à un cours surévalué de 20 euros et vendu à un cours surévalué de 18 euros : il aura donc subi un préjudice de 2 euros (seuls ces 2 euros constitueront un préjudice indemnisable sur la perte totale de 10 euros). Si, en revanche, le cours de l'action est de 110 euros au 1^{er} octobre 2012, il n'aura subi aucun préjudice (mais un gain de 2 euros) puisqu'il a acheté à un cours surévalué de 10 euros et vendu à un cours surévalué de 12 euros. Ici encore, cette solution a le mérite de la simplicité, mais semble peu réaliste : attribuer un poids relatif constant à chacun des facteurs influant sur le cours de bourse apparaît, de manière générale, bien peu conforme à la réalité et, par ailleurs, en contradiction avec le principe de valeur décroissante de l'information, qui voudrait que l'importance relative du poids de l'information fautive dans la formation du cours de bourse décroisse avec le temps.

3 - L'approche de la valeur réelle

189 - **L'approche de la valeur réelle.** Selon l'approche de la valeur réelle, enfin, l'on prend en compte la valeur réelle de l'impact de la fausse information sur le cours de bourse, ce qui revient à apprécier *in concreto* l'impact de la fausse information au jour de l'achat ou de la vente, en prenant en considération l'ensemble des facteurs ayant une influence sur le cours de bourse. Cette approche est la seule qui apparaisse conforme à la réalité et donc satisfaisante au regard du principe de la réparation intégrale. Sa mise en œuvre s'avère toutefois extrêmement exigeante en pratique, dans la mesure où, comme nous l'avons vu en droit américain, elle requiert une expertise économique fondée sur la technique des études d'événement, de sorte que certains tribunaux contournent la difficulté en approximant cette valeur réelle à partir de

la réaction du cours de bourse lors de la rectification informationnelle⁴⁴⁴, ce qui revient d'ailleurs à peu près aux approches de la valeur fixe ou de la valeur proportionnelle, consistant à affecter une même valeur ou une même pondération à l'information tout au long de la période d'information défectueuse.

Dans le cadre, toujours, de l'analyse axée sur l'influence de la fausse information sur le cours de bourse, peut être prise en considération non plus l'influence exercée *ex ante* par la fausse information, mais l'influence exercée *ex post* par la rectification de ladite fausse information.

Paragraphe 2 - **La réparation de l'altération du cours *ex post***

190 - **La réparation du préjudice d'altération du cours *ex post*. L'affaire *Marionnaud*.** La révélation du caractère mensonger de l'information diffusée a généralement un impact important sur le cours de bourse : le plus souvent, il s'agit de la rectification d'une information exagérément optimiste, qui entraîne une chute importante du cours. Comme aux Etats-Unis, la jurisprudence française a ainsi également été amenée à prendre en compte, dans une perspective *ex post* cette fois, l'impact de la rectification de l'information sur le cours de bourse.

La jurisprudence a, toutefois, peu exploré cette voie, préférant orienter son raisonnement sur l'influence intellectuelle de l'information⁴⁴⁵. Le juge commercial a, cependant, eu l'occasion d'adopter un tel cadre d'analyse à l'occasion de l'affaire *Marionnaud*, dans son volet civil, ce qui a donné lieu à une discussion approfondie sur la mise en œuvre de la responsabilité civile en matière de diffusion de fausses informations dans le public, et les différents types de préjudice envisageables⁴⁴⁶. Il est donc intéressant d'étudier en détail l'argumentation des parties (**A**) puis la solution retenue par le tribunal (**B**).

⁴⁴⁴ Cf. *supra*.

⁴⁴⁵ Cf. *infra*.

⁴⁴⁶ T. com. Créteil, 2^e ch., 19 janv. 2010, n° 2005F00978, Marionnaud Parfumeries.

A - L'argumentation des parties dans l'affaire *Marionnaud*

191 - **L'argumentation des parties dans l'affaire *Marionnaud* au civil.** On examinera les prétentions des actionnaires (1), comme les moyens soulevés par la société et les dirigeants (2).

1 - Les prétentions des actionnaires

192 - **Les prétentions des actionnaires.** Tandis que certains actionnaires de la société Marionnaud se sont constitués parties civiles devant le juge répressif à l'encontre des dirigeants de la société⁴⁴⁷, d'autres, plus nombreux, environ 130, ont demandé réparation à la société et à ses dirigeants directement devant le juge commercial. Pour ces actionnaires, les communications trompeuses de la société d'avril 2002 au 17 décembre 2004, date de révélation au marché de la réalité des comptes, ayant entraîné d'une part une surévaluation du cours de l'action jusqu'à ladite révélation, et d'autre part une chute du cours résultant de ladite révélation⁴⁴⁸, avaient, de manière générale, suscité à tort la confiance des investisseurs et les avaient conduits à acquérir des titres Marionnaud ou à ne pas se défaire des titres qui étaient en leur possession. En dépit de cette appréciation générale centrée sur l'influence intellectuelle de l'information sur la décision des investisseurs, les actionnaires se livraient à une analyse détaillée du préjudice en fonction du type d'investisseur. Les petits porteurs prenaient en compte l'altération appréciée *ex ante* de la fausse information du cours de bourse, en considérant qu'ils avaient acheté trop cher (a), tandis qu'une société professionnelle d'investissement se prévalait, en revanche, de l'altération par la fausse information de sa décision d'avoir conservé les titres, c'est-à-dire de ne pas les avoir cédés plus tôt (b).

a - Les prétentions des petits porteurs

193 - **Les prétentions des petits porteurs.** Les petits porteurs reprenaient à leur compte le raisonnement tenu par la jurisprudence dans l'affaire *Société générale de fonderie*, pour

⁴⁴⁷ Cf. *infra*.

⁴⁴⁸ L'on voit bien ici le lien entre l'altération du cours exercée *ex ante* et celle exercée *ex post* par l'information défectueuse.

considérer qu'ils avaient acheté trop cher. Ils estimaient, à partir de la baisse, à la reprise de la cotation, de 30 % du cours passant de 21,79 à 14,95 euros, et des objectifs de cours des analystes financiers à ce moment-là qui se situaient entre 10 et 12,50 euros par action, que le cours de bourse avait été constamment surévalué de 50 % pendant toute la période de diffusion des fausses informations. Ils avaient donc acheté l'action Marionnaud deux fois plus cher que le prix qui aurait dû être le sien en l'absence de communication fallacieuse, ce qui revenait à une analyse proportionnelle de l'impact de la fausse information sur le cours. Ils distinguaient alors entre 3 catégories d'actionnaires. Pour les actionnaires ayant acquis et cédé la totalité de leurs titres avant le 17 décembre 2004, et donc à la fois acquis et cédé à un cours surévalué de 50 %⁴⁴⁹, le préjudice s'établissait, pour une action, à la différence entre le cours d'achat et le cours de vente, le tout divisé par deux, pour tenir compte du coefficient de 50 %. Pour les actionnaires ayant acquis leurs titres avant le 17 décembre 2004 et qui les avaient cédés en totalité après cette date, seul le prix d'achat et non le prix de vente avait été surévalué et le préjudice s'établissait donc, pour une action, au cours d'achat divisé par 2. Pour les actionnaires ayant cédé seulement une partie de leurs titres, le préjudice était une combinaison des deux méthodes. Les petits porteurs sollicitaient enfin à titre subsidiaire, si le tribunal le jugeait plus pertinent, une réparation égale à la moins-value réalisée individuellement par chaque actionnaire, une évaluation forfaitaire par action étant par ailleurs possible.

b - Les prétentions de la société professionnelle d'investissement

194 - **Les prétentions de la société professionnelle d'investissement.** La société professionnelle d'investissement, Aquasourca, qui avait acquis 60 236 actions en 2001, puis cédé des actions en petit nombre en 2003 et 2004 et donc apporté la majorité de ses titres à l'offre publique d'achat, formulait une demande différente, fondée sur l'influence intellectuelle de la fausse information sur ses décisions d'investissement. Elle considérait, en effet, qu'étant un professionnel de l'investissement, si elle avait su que les comptes publiés et les informations

⁴⁴⁹ Les actionnaires considéraient, de manière curieuse, que la communication de la société avait été mensongère bien avant avril 2002, même si celle-ci et ses dirigeants n'avaient pas été sanctionnés à cet égard. Une telle argumentation avait sans doute pour objet de justifier la réclamation d'une indemnisation des actionnaires ayant acquis avant avril 2002, sur le même fondement d'un prix d'achat surévalué de 50 %, et de simplifier le raisonnement.

prévisionnelles annoncées étaient faux, elle aurait immédiatement vendu ses titres et elle l'aurait fait à un prix plus élevé, compte tenu de la baisse continue de l'action Marionnaud. Elle estimait donc avoir subi une perte sur la vente de ses titres⁴⁵⁰. Elle mettait en avant, pour justifier l'existence et le montant de cette perte, que, le marché étant correctement informé, elle aurait pu céder ses titres le 29 octobre 2002, au cours de ce jour de bourse, de 31,70 euros, diminué de la surcote due à la diffusion de fausses informations. Elle estimait ladite surcote à 30 % du cours de bourse, ce qui revenait à un prix de cession de 25,97 euros, compte tenu de la baisse du cours de l'action d'un pourcentage similaire lors de la reprise de la cotation du titre et de l'observation qu'une alerte sur résultats entraînait également, de manière générale, une baisse de cette ampleur. Elle en déduisait qu'elle avait ainsi subi, en comparaison des ventes effectivement réalisées, une perte d'environ 200 000 euros. Cela revenait en fait à mener une analyse centrée sur l'altération concrète déterminante de la décision par la fausse information⁴⁵¹. La société considérait, en effet, qu'en l'absence de communication fallacieuse, elle aurait été informée de la véritable situation de la société et aurait donc cédé ses titres immédiatement à un prix plus élevé que celui offert dans le cadre de l'offre publique d'achat ; la fausse information l'avait donc déterminée à prendre une décision d'investissement qui s'est avérée préjudiciable, la conservation de ses titres. Elle sollicitait par ailleurs l'indemnisation d'un manque à gagner, jugeant que si elle avait été correctement informée, elle aurait procédé à un autre placement du produit de la cession des actions Marionnaud, et aurait ainsi obtenu un gain au moins égal à celui de l'évolution d'un indice boursier, soit 32,5 % selon son estimation de la moyenne des indices CAC 40 et SBF 250 sur la période considérée. Elle estimait ainsi ce manque à gagner aux environs de 500 000 euros.

2 - Les moyens soulevés par la société et les dirigeants

195 - **Les moyens soulevés par la société et les dirigeants.** En défense, la société **(a)** aussi bien que ses anciens dirigeants **(b)** tenaient un raisonnement sensiblement différent.

⁴⁵⁰ On avoue avoir du mal à comprendre pourquoi la méthode du prix d'achat surévalué de 50 % ne pouvait être appliquée à Aquasourca : si la communication était fallacieuse dès avant 2002 et dans les mêmes proportions, cette société avait bien, elle aussi, acquis les titres à un prix surévalué de 50 %, ce qui conduisait, en outre, à un préjudice d'un montant total supérieur. Aquasourca, sans doute consciente de la faiblesse de l'argument tenant au caractère fallacieux de l'information dès avant 2002, a préféré adopter une autre définition du préjudice.

⁴⁵¹ Cf. *supra*.

a - Les moyens soulevés par la société

196 - **Les moyens soulevés par la société.** La société contestait l'analyse conduite par les petits porteurs consistant à raisonner en termes d'impact sur le prix d'acquisition au moment de l'achat, au motif que le marché n'avait pas été sensible aux informations faussement rassurantes qui avaient été diffusées puisque, malgré celles-ci, le cours de bourse n'avait cessé de chuter. Elle estimait au contraire qu'il fallait se placer au moment de la révélation des erreurs comptables, lors du communiqué du 17 décembre 2004, pour apprécier le préjudice : seule cette révélation pouvait constituer un fait générateur de préjudice et, dès lors, il ne pouvait y avoir de dommage réparable qu'en cas de revente à un cours inférieur à celui précédant ladite révélation. Ce qui revenait, en d'autres termes, à demander que soit prise en considération non pas l'altération du cours subie *ex ante*, mais celle subie *ex post*. La société en concluait que les actionnaires ayant apporté leurs titres à l'offre publique d'achat ou à l'offre publique de retrait, à un cours égal au cours de l'action précédant la rectification, ne pouvaient ainsi pas être considérés comme ayant subi un dommage. Elle faisait remarquer, par ailleurs, que les demandeurs qui avaient acquis leurs titres à un moment où l'information était encore sincère, ne pouvaient prétendre à un quelconque dommage direct du fait de la conservation des titres. En outre, s'ils avaient revendu leurs titres à un moment où l'information était encore trompeuse, ils avaient en fait réalisé des pertes moindres que celles qu'ils auraient subies si l'information avait été révélée immédiatement. Elle observait enfin que, parmi les demandeurs, certains avaient réalisé des plus-values à la revente, ce à quoi les petits porteurs répondaient que le préjudice invoqué n'était pas directement lié à la perte subie, mais à l'achat de titres à un cours artificiel.

b - Les moyens soulevés par les dirigeants

197 - **Les moyens soulevés par les dirigeants.** Les anciens dirigeants estimaient, pour leur part, que les demandeurs n'apportaient pas la preuve d'un lien de causalité entre les informations inexactes et le préjudice allégué, faute de démontrer en particulier que ces informations aient été la condition déterminante de l'achat, de la conservation ou de la cession des actions, ce qui revenait à exiger une altération concrète déterminante de la décision des investisseurs par les fausses informations. Ils considéraient, de manière générale, que la surévaluation de 50 % du prix d'achat dont se prévalaient les demandeurs était sans fondement, en raison de l'existence

de l'aléa boursier : le cours des titres cotés en bourse étant par nature fluctuant et leur acquisition comportant un aspect spéculatif certain, une telle demande revenait, en fait, à exiger que la société ou ses dirigeants garantissent le cours d'actions cotées en bourse. Ils procédaient, enfin, à une catégorisation des demandeurs en trois groupes distincts. Ceux qui avaient acquis leurs titres avant le 29 avril 2002, à une époque où l'information financière était exacte et sincère, ne pouvaient se plaindre d'avoir été trompés au moment de l'acquisition des titres, et ce d'autant plus qu'ils avaient bénéficié pendant deux années d'une chance de revendre leurs actions à un cours supérieur à celui qui aurait été constaté en l'absence de fausses informations, les éventuelles pertes étant liées à la détérioration objective de la situation de la société. Ceux qui avaient acquis leurs titres après le 29 avril 2002 et revendu avant le 17 décembre 2004, se prévalaient de les avoir achetés avec une surévaluation de 50 %, alors qu'en réalité ils n'avaient subi aucun préjudice pour les avoir également vendus avec cette même surévaluation, ce qui revenait en fait à considérer que la surévaluation était d'un montant fixe et non proportionnel. Ceux, enfin, qui avaient acquis leurs titres après le 29 avril 2002 et revendu après le 17 décembre 2004, postérieurement à la révélation du caractère inexact des informations financières, avaient bénéficié du prix d'achat proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat, soit un cours supérieur à celui constaté avant ladite révélation ; ainsi, parmi ces derniers actionnaires, ceux qui avaient, de leur propre chef, précipitamment cédé leurs actions avant l'offre publique d'achat, devaient être considérés comme seuls responsables de leur préjudice.

B - La solution retenue par le juge

- 198 - **La solution retenue : la mise en évidence du préjudice d'altération de cours *ex post*.** Si dans cette affaire, le juge semble retenir, comme chef de préjudice, l'altération abstraite de la décision (1), il dégage et répare en fait un nouveau chef de préjudice, le préjudice d'altération du cours subi *ex post* (2).

1 - Le chef de préjudice apparent : l'altération abstraite de la décision

- 199 - **Le chef de préjudice apparent : l'altération abstraite de la décision.** Le Tribunal de commerce de Créteil commence par rappeler que « *la communication financière diffusée par [la société Marionnaud] était constante dans son optimisme mensonger, tout au long de la*

période litigieuse entre avril 2002 et le 17 décembre 2004, et de ce fait de nature à gonfler artificiellement le cours de bourse » et que « cette communication fallacieuse était susceptible de causer un préjudice aux actionnaires, en les incitant à acheter ou à conserver des titres de la société MARIONNAUD à un cours supérieur à sa valeur réelle ». Il reprend ensuite le chef de préjudice dégagé par la jurisprudence Sidel⁴⁵², en estimant que la faute commise par la société « était de nature à priver les détenteurs de titres MARONNAUD d'une chance de pouvoir arbitrer, à meilleur escient, leurs choix entre l'achat, la conservation ou la vente de titres », et que le préjudice consiste en « une perte de chance pour les actionnaires d'effectuer les arbitrages éclairés conformes à leur intérêt, ayant été privés de la possibilité d'arbitrer leurs actifs à bon escient ». Il ajoute, enfin, que le préjudice « ne peut se confondre avec le montant de pertes subies lors de la revente de titres, en raison de l'aléa propre à tout investissement boursier ».

- 200 - Le rejet des prétentions des actionnaires.** S'agissant de l'évaluation du préjudice, le tribunal rejette les prétentions tant des petits porteurs que celle d'Aquasourca. Il écarte, sur le fondement de l'existence de l'aléa boursier, aussi bien l'argumentation des petits porteurs basée sur une surestimation permanente du prix d'achat de 50 % pendant toute la période précédant la révélation des erreurs comptables : *« indépendamment des communications effectuées par les dirigeants concernant les résultats de l'entreprise, l'évolution des valeurs liquidatives des actions est susceptible de varier selon les fluctuations du marché sur lequel elles sont cotées »,* que celle d'Aquasourca fondée sur la privation de la possibilité de céder plus tôt ses titres à un prix plus élevé. Il se refuse également à considérer comme certain et donc à indemniser le manque à gagner dont se prévaut Aquasourca du fait de la non-réalisation des gains qu'elle aurait pu obtenir par d'autres placements, plus rentables, de l'argent investi dans Marionnaud Parfumeries : *« pour être indemnisé, un préjudice doit présenter un caractère certain, qui exclut que sa concrétisation soit soumise à des réalisations éventuelles (...). Attendu que dans le cas présent, ces gains sont effectivement putatifs et que leur matérialité n'est pas démontrée (...) ».*

⁴⁵² Dans l'affaire *Sidel*, la jurisprudence a dégagé un nouveau chef de préjudice, la perte de chance de pouvoir arbitrer en connaissance de cause, qui peut être qualifiée de « *perte de chance abstraite* » ou d'« *altération abstraite de la décision* ». Cf. *infra*.

2 - Un nouveau chef de préjudice : l'altération du cours *ex post*

201 - **Le chef de préjudice réel : le nouveau préjudice d'altération du cours *ex post*.** Le tribunal opte alors, contre toute attente, pour un type de préjudice qui n'avait pas été retenu jusqu'alors par la jurisprudence : le préjudice d'altération du cours *ex post*, résultant de la rectification de la fausse information. Il décide en effet d'indemniser, pour l'ensemble des actionnaires, la partie de leur moins-value⁴⁵³ liée aux rectifications comptables, à l'exclusion de celle liée à l'aléa boursier : *« cette moins-value est liée, d'une part, aux fluctuations du marché et, d'autre part, au rétablissement de la réalité des comptes après éliminations des irrégularités comptables commises par la société MARIONNAUD PARFUMERIES. (...) seule la seconde est constitutive d'un préjudice pour les parties demanderessees et intervenants volontaires »*. Pour apprécier cette influence sur le cours de bourse, le tribunal utilise opportunément la période de suspension des cotations du titre en considérant que l'évolution du cours entre la suspension et la reprise des cotations résulte de la seule rectification des informations erronées opérée entre ces deux dates, à l'exclusion de tout autre facteur : *« pendant la période entre la suspension et la reprise de la cotation, c'est-à-dire entre le 10 et le 21 décembre, le temps écoulé est suffisamment bref pour que l'évolution du cours soit la conséquence directe de la correction des comptes d'une situation falsifiée à une situation réelle et pour que, par voie par conséquent, l'on puisse apprécier, indépendamment de tout autre facteur, la surévaluation du cours du fait des agissements de la société MARIONNAUD PARFUMERIES. (...) lorsqu'il a été suspendu le 10 décembre 2004, le cours de l'action MARIONNAUD était de 21,79€ et qu'à la reprise le 21 décembre 2004, il n'était plus que de 14,95€, soit une décote de 6,84€ par action »*.

Le tribunal écarte, en revanche, l'appréciation de la valeur du titre par les analystes financiers lors de la reprise de la cotation, qui n'est qu'« une spéculation sans matérialité », ainsi que l'évolution du cours de bourse postérieurement à la reprise de la cotation et le prix proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat et l'offre publique de retrait, qui doivent être considérés comme indépendants des périodes précédentes et sans rapport avec la fausse information: *« l'évolution du cours, après la reprise de la cotation, ne peut être considérée*

⁴⁵³ Par « moins-value », le tribunal entend ici non pas la différence positive entre le prix d'achat et le prix de vente, mais la perte de valeur des titres, puisque, comme nous allons le voir, cette « moins-value » concerne des titres qui sont toujours détenus au jour de la rectification de la fausse information.

comme ayant un rapport quelconque avec l'information trompeuse diffusée par la société, puisqu'à partir de cette date l'information opérationnelle et financière est réputée sincère. (...) de ce fait, l'évolution du cours de bourse jusqu'à l'OPA et l'OPR par AS WATSON doit être considérée comme indépendante des périodes précédentes. (...) en effet, au regard de la valeur du titre à la reprise, les actionnaires pouvaient à leur gré se défaire de leurs titres ou les conserver au nouveau cours, supposé refléter la vraie valeur de l'entreprise. (...) parallèlement, l'évolution positive du cours jusqu'à l'OPA et l'OPR pouvait profiter aussi bien à ceux qui conservaient leurs titres, qu'à ceux qui en acquéraient pendant cette période. (...) l'intérêt d'AS WATSON à une OPA suivie d'une OPR correspondait à son intérêt pour cette société à cette date et à ce cours de bourse, et ne saurait correspondre à un désir de cette dernière de compenser des actionnaires lésés ». Le tribunal fixe ainsi l'indemnisation à intervenir à une somme forfaitaire de 6,84 euros par action acquise avant la suspension du cours de bourse du 10 décembre 2004 et encore détenue à cette même date.

202 - Appréciation de la solution. Que penser de cette décision ? On saluera d'abord le détail de l'analyse, qui contraste avec le laconisme habituel du juge dans les décisions relatives à la responsabilité civile pour information mensongère du public sur le marché secondaire. On retiendra ensuite que le juge dégage ici un nouveau chef de préjudice, le préjudice d'altération du cours *ex post* résultant de la rectification de la fausse information. Le fait générateur du préjudice semble être apprécié au moment de la rectification de l'information et non au moment de l'achat initial des titres, puisque seuls sont indemnisés les investisseurs détenant encore des actions au jour de la suspension des cotations, soit juste avant la rectification de l'information, et non l'ensemble des investisseurs ayant acquis des titres pendant la période de diffusion des fausses informations.

Il faut observer, toutefois, que le juge consacre également, dans cette décision, l'approche selon laquelle l'impact de la fausse information a une valeur fixe, qui se retrouve tout au long de la période de diffusion des fausses informations jusqu'à leur rectification⁴⁵⁴. En effet, si l'on reprend les termes de la solution, il semble que le juge considère comme identiques l'impact *ex ante* de la fausse information sur le cours de bourse et l'impact *ex post* de la rectification de la fausse information sur le cours de bourse : « (...) *le temps écoulé est*

⁴⁵⁴ Cf. *supra*.

suffisamment bref pour que l'évolution du cours soit la conséquence directe de la correction des comptes d'une situation falsifiée à une situation réelle et pour que, par voie de conséquence, l'on puisse apprécier, indépendamment de tout autre facteur, la surévaluation du cours du fait des agissements de la société MARIONNAUD PARFUMERIES ». Dans ces conditions, il importait peu que l'impact retenu soit celui exercé *ex ante* par la fausse information ou celui exercé *ex post* par la rectification de la fausse information. En effet, dans le premier cas, le juge aurait indemnisé l'ensemble des investisseurs ayant acquis des actions pendant la période de diffusion des fausses informations, d'une valeur fixe égale à l'impact de la fausse information sur le cours de bourse, à l'exclusion de ceux les ayant revendues puisque la revente se serait faite à un cours augmenté de la même valeur fixe. Dans le second cas, le juge ne considère comme fait générateur de préjudice que la rectification de la fausse information et n'indemnise les investisseurs que pour les titres encore détenus au jour de la rectification, c'est-à-dire non revendus, de la même valeur fixe. Les deux solutions aboutissent ainsi à des résultats parfaitement identiques, lorsque l'on retient une valeur fixe comme impact de la fausse information, aussi bien du point de vue du cercle des actionnaires indemnisés que de celui du montant de l'indemnisation.

- 203 - **Synthèse.** On retiendra, de manière plus générale, qu'à travers les différentes affaires que nous venons d'évoquer – *Société générale de fonderie, Régina Rubens* et *Marionnaud* dans son volet civil -, le juge français a, ce faisant, fait sienne la méthode couramment utilisée aux Etats-Unis et fondée sur l'altération du cours, qu'elle soit *ex ante* ou *ex post*. Certains auteurs ont d'ailleurs fait observer que cette approche reposait également sur un élément plus intellectuel, la confiance que chaque investisseur est en droit d'avoir dans le bon fonctionnement du marché et notamment dans la juste fixation des prix : « *l'actionnaire accepte de participer à une transaction parce qu'il considère que le prix offert est le vrai prix de marché. En d'autres termes, le fait fautif (l'information fausse) a eu pour conséquence la surévaluation du cours auquel l'actionnaire a acheté ; le préjudice réparable est le montant de cette surévaluation* »⁴⁵⁵, ce qui la rapprochait ainsi de la théorie américaine de la fraude sur le marché : « *selon la doctrine de la "fraud-on-the-market", les investisseurs sont présumés avoir pris leurs décisions d'achat ou de vente sur la base des informations fausses ou*

⁴⁵⁵ Ch. Clerc, art. préc., n° 23.

trompeuses, car celles-ci étaient par nature, du fait de l'efficacité du marché, intégrées dans les cours de bourse. Cette présomption fait partie intégrante de la théorie générale selon laquelle les investisseurs doivent pouvoir avoir confiance dans le marché qui doit être le représentant réel de la valeur des titres. Les investisseurs n'ont donc pas à démontrer l'existence d'un lien entre leur décision d'investissement (achat, vente ou conservation) et la diffusion de la fausse information »⁴⁵⁶.

Les décisions, consistant à indemniser les investisseurs du préjudice d'altération de cours *ex ante* par la fausse information ou du préjudice d'altération du cours *ex post* par la rectification de la fausse information, sont toutefois restées isolées, ce qui explique d'ailleurs que l'on n'ait pas connu le débat, qui agite fortement la doctrine et la jurisprudence américaines, entre la perspective *ex ante* et la perspective *ex post*. En effet, la jurisprudence française a, de manière générale, délaissé l'influence de l'information sur le cours de bourse, pour se focaliser sur celle qu'elle pouvait avoir sur la décision même de l'investisseur.

Section II - La réparation d'une altération de la décision

204 - **La réparation d'une altération de la décision.** Comme toute information, l'information délivrée au public est susceptible d'exercer une influence sur les décisions d'investissement prises par ceux qui la reçoivent. C'est même sa finalité. En effet, selon le modèle de la transparence, adopté par la plupart des systèmes juridiques, les obligations d'information du public, mises à la charge des intervenants sur les marchés financiers et toujours plus nombreuses, sont conçues pour éclairer les investisseurs dans leurs décisions d'investissement⁴⁵⁷. La jurisprudence française a ainsi rapidement privilégié la réparation d'une altération de la décision à celle d'une altération de cours, en cas d'information publique défectueuse sur le marché boursier.

⁴⁵⁶ P.-Y. Chabert, *in colloque La gouvernance dans les sociétés anonymes, un bouclier pour les dirigeants*, dir. Y. Paclot, Rev. Lamy dr. aff., 2009, n° 41, supplément. Adde H. de Vauplane et O. Simart, *La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA*, RD bancaire et bourse, juill.-août 1996, n° 56, p. 158, spéc. p. 162 : « *“la fraud-on-the-market theory” n'est, en fait, qu'un dérivé de la théorie de l'efficacité du marché, puisqu'elle repose sur le principe selon lequel l'investisseur peut faire confiance dans le prix du marché d'un titre en tant qu'il reflète la “vraie” valeur de celui-ci. Par conséquent, toute déclaration trompeuse qui altère le prix est frauduleuse, même si l'investisseur moyen n'a pas connaissance de cette déclaration* ».

⁴⁵⁷ V., notamment, J. Chacornac, *op. cit.*, *passim.*, qui construit sa thèse sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers à partir de l'influence intellectuelle exercée par l'information sur la décision des investisseurs.

Plus précisément, comme nous avons distingué, au sein du préjudice d'altération du cours, celui subi *ex ante* et celui subi *ex post*, il nous semble qu'au sein du préjudice d'altération de la décision, la jurisprudence a différencié nettement deux situations. Elle a considéré d'abord que l'information mensongère pouvait conduire l'investisseur à prendre une décision d'investissement précisément définie ou bien à perdre une chance de prendre une décision précisément définie : l'influence intellectuelle s'exerce alors par rapport à une décision d'investissement précise, et c'est donc une altération « *concrète* » de la décision qui est alors réparée. Elle a considéré ensuite que l'information mensongère pouvait, plus généralement, porter atteinte à la faculté de l'investisseur d'arbitrer ses décisions d'investissement en connaissance de cause : l'influence intellectuelle s'exerce alors non pas par rapport à une décision d'investissement précise, mais sur la liberté générale d'arbitrer de l'investisseur, et c'est donc une altération « *abstraite* »⁴⁵⁸ de la décision qui est alors réparée. En fait, la réparation de l'altération concrète de la décision, comme celle de l'altération de cours, n'a eu qu'une place résiduelle (**Paragraphe 1**), tandis qu'a été consacrée la réparation de l'altération abstraite de la décision (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - **La réparation résiduelle de l'altération concrète de la décision**

205 - **L'altération concrète de la décision. Distinction entre l'altération « *déterminante* » et l'altération « *non déterminante* ».** L'influence intellectuelle concrète exercée par la fausse information est celle qui s'exerce par rapport à une décision d'investissement précisément définie. Les juges distinguent, alors, encore deux situations. Soit la fausse information est considérée comme ayant déterminé l'investisseur à prendre une décision d'investissement préjudiciable : c'est alors une altération concrète « *déterminante* » de la décision (**A**). Soit la fausse information n'est pas considérée comme ayant déterminé l'investisseur à prendre la décision d'investissement préjudiciable, mais simplement comme lui ayant fait perdre une chance de ne pas prendre cette décision d'investissement : c'est alors une altération concrète « *non déterminante* » de la décision⁴⁵⁹ (**B**). En tout état de cause, la réparation d'une altération

⁴⁵⁸ Nous empruntons cette terminologie à Ch. Clerc, art. préc., spéc. n° 31 et 32, qui parle, à propos de la jurisprudence relative à l'affaire *Sidel*, de « *notion abstraite de perte d'une chance* ».

⁴⁵⁹ Pour simplifier, nous pouvons employer les termes d'« *altération déterminante* » et d'« *altération non déterminante* » de la décision, sachant qu'ils feront référence à l'altération concrète de la décision, la distinction ne se retrouvant pas pour l'altération abstraite.

concrète, déterminante ou non, n'a été appliquée que de manière résiduelle par la jurisprudence.

A - L'altération concrète déterminante de la décision

206 - **L'altération concrète déterminante de la décision.** Une fausse information sera rarement la cause déterminante d'une décision d'investissement prise par un investisseur : celui-ci sera généralement mû par un ensemble de facteurs, à la fois externes et internes, et les multiples raisons qui l'auront poussé à agir seront si inextricablement mêlées qu'il sera bien difficile de les distinguer. En outre, quand bien même l'investisseur saurait, en son for intérieur, que sans la fausse information, il n'aurait pas pris la décision d'investissement préjudiciable, en apporter la preuve devant un tribunal sera bien souvent redoutable.

Cette approche a pourtant eu un certain succès auprès du juge français qui, à plusieurs reprises, a reconnu qu'une fausse information avait bien été la cause déterminante de la décision d'investir dans la société sur laquelle portait ladite information. Eu égard aux difficultés probatoires, le juge n'a pas eu le choix, la plupart du temps, afin de permettre une mise en œuvre effective de la responsabilité civile sur le marché secondaire, que de présumer le caractère déterminant de l'information (1). Toutefois, dans l'affaire *Eurodirect Marketing*, la preuve a pu en être apportée par l'investisseur (2).

1 - L'altération déterminante présumée

207 - **Présomption d'altération déterminante de la décision.** Le juge a mis en place une présomption de causalité relative à l'altération déterminante de la décision par la fausse information (a), dont il convient de mesurer les conséquences (b).

a - La mise en place d'une présomption de causalité

208 - **Mise en place d'une présomption de causalité.** La présomption de causalité, d'abord dégagée par le juge en cas d'acquisition des titres (i), a été ensuite élargie au cas de conservation des titres (ii).

i - En cas d'acquisition des titres

209 - **La présomption de causalité posée dans l'affaire *Landauer* en cas d'acquisition des titres.** Le juge répressif s'était focalisé, dans l'affaire *Société générale de fonderie* sur l'altération du cours de bourse par l'information et, s'il avait alors déjà envisagé, à propos de l'hypothèse de conservation des titres, l'influence intellectuelle que l'information pouvait également exercer sur la décision même de l'investisseur, il s'était en tout cas refusé à admettre une quelconque présomption de causalité en la matière : l'actionnaire qui avait acquis ses titres avant la période de diffusion des fausses informations devait apporter la « *preuve péremptoire* » que la décision de conserver les titres avait été dictée par la fausse information⁴⁶⁰. A l'occasion de l'affaire *Landauer*⁴⁶¹, le juge pénal adopte, pour la première fois, une tout autre approche : non seulement il délaisse l'altération du cours de bourse pour prendre en considération l'altération de la décision de l'investisseur par l'information, mais il pose en outre, pour caractériser cette altération, une présomption de causalité lui permettant de supposer que ladite décision a été déterminée par ladite information.

Les juges du fond ont, en effet, accepté de considérer, comme le demandaient les actionnaires et certainement en considération de la gravité des agissements frauduleux du dirigeant, que les fausses déclarations effectuées par ce dernier avaient été déterminantes des acquisitions réalisées : « *considérant qu'il ressort des pièces produites par M. C. qu'il a fait acheter par sa banque 10 titres CFTI le 1^{er} juin 1987 pour la somme de 3.638 francs TTC et que les autres acquisitions étaient antérieures à la publication des informations trompeuses dont LANDAUER a été reconnu coupable ; que dans ces conditions il ne sera tenu compte pour la réparation du préjudice de M. C. que de son acquisition la plus récente qui a été déterminée par les informations litigieuses ; considérant que dans ces conditions la cour estime à la somme de 5.000 francs la réparation des dommages résultant directement pour M. C. des*

⁴⁶⁰ En effet, à la partie civile, demandeur au pourvoi, qui réclamait une indemnisation non seulement pour les titres acquis mais également pour les titres conservés pendant la période de diffusion des fausses informations, estimant que les dirigeants de la société avaient, en diffusant de telles informations, « *sciemment pris le risque d'inciter les actionnaires à conserver leurs titres et par là, spécialement, (...) en connaissance de cause affecté la libre faculté de jugement de F qui, sans cela, aurait pu vendre les valeurs en cause à moindre risque* », la Cour de cassation répondit que F n'apportait « *pas la preuve péremptoire que sa décision de conserver les actions acquises (...) ait été directement dictée par la seule hausse des cours du titre SGF entre 1985 et 1986* », ce qui laissait supposer *a contrario* que la preuve du caractère déterminant pouvait être apportée (Cass. crim. 15 mars 1993, préc.).

⁴⁶¹ T. corr. Paris, 11^e ch., 10 juin 1994, n° P8820369013, Landauer : LPA, 7 déc. 1994, n° 146, note C. Ducouloux-Favard - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 18 déc. 1995, n° 1994/04893, Landauer, JurisData n° 1995-024280 : JCP E 1996, n° 18, pan. n° 482 ; Banque et droit, juill.-août 1996, n° 48, p. 34, chron. F. Peltier et H. de Vauplane - Cass. crim. 15 mai 1997, n° 96-80.399, Landauer : D. affaires, 1997, p. 924 ; Banque et droit, sept.-oct. 1997, n° 55, p. 35, obs. H. de Vauplane ; Rev. sociétés, 1998, p. 135, note B. Bouloc.

agissements frauduleux de Gérard LANDAUER »⁴⁶². Aucun élément de preuve du caractère déterminant de l'information n'étant fourni par les parties ni relevé par les juges, ces derniers ont, de fait, sans en apporter une quelconque justification, posé implicitement une présomption de causalité entre l'information et la décision d'acquisition de l'investisseur.

S'agissant de l'évaluation du préjudice, les juges ont, tirant les conséquences logiques de la présomption de causalité qu'ils avaient préalablement posée, indemnisé deux investisseurs au moins de la totalité de leurs pertes⁴⁶³. Ce faisant, ils se sont démarqués de la solution posée dans l'affaire *Société générale de Fonderie*, qui avait limité la réparation du préjudice à une différence de cours égale à l'impact de la fausse information sur le cours.

210 - **L'exclusion de la présomption de causalité par la jurisprudence *Landauer* en cas de conservation des titres.** Si les juges ont posé, dans l'affaire *Landauer*, une présomption de causalité en matière d'acquisition des titres, ils se sont strictement refusés à faire de même en matière de conservation des titres. Ils ont, en effet, exclu expressément toute indemnisation pour les titres acquis avant la période de diffusion des informations litigieuses et conservés pendant celle-ci. La solution surprend car le fait d'opter pour une définition intellectuelle du préjudice aurait permis justement, comme l'y avait invité la chambre criminelle dans l'affaire *Société générale de fonderie*⁴⁶⁴, de réparer le préjudice résultant de la conservation de titres sur la foi des fausses informations. La 11^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris allait, peu de temps après, rattraper cette occasion manquée à l'occasion de l'examen de l'affaire du *Comptoir des entrepreneurs*.

ii - En cas de conservation des titres

211 - **La présomption de causalité posée dans l'affaire du *Comptoir des entrepreneurs* en cas de conservation des titres.** Le juge répressif a de nouveau utilisé, à l'occasion de l'affaire du *Comptoir des entrepreneurs*⁴⁶⁵, la présomption de causalité mise à jour dans l'affaire

⁴⁶² CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 18 déc. 1995, n° 1994/04893, Landauer, préc.

⁴⁶³ Ils ont indemnisé, en première instance, un premier actionnaire auquel ils ont accordé le montant total sollicité et, en appel, un second actionnaire auquel ils ont octroyé des dommages-intérêts supérieurs au prix d'achat des titres.

⁴⁶⁴ Cass. crim. 15 mars 1993, n° 92-82.263, Société générale de fonderie, préc. Cf. *supra*.

⁴⁶⁵ T. corr. Paris, 11^e ch., 17 déc. 1997, n° 9304169023, Comptoir des entrepreneurs : Bull. Joly Bourse, 1998, n° 2, p. 121, note G. Lesguillier ; Bull. Joly Sociétés, 1998, n° 5, p. 485, § 165, note N. Rontchevsky ; RTD com., 1998, p. 640, note N. Rontchevsky - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 16 déc. 1998, Comptoir des entrepreneurs,

Landauer, mais en l'élargissant, cette fois, à l'hypothèse de la conservation des titres. Dans cette espèce, plusieurs actionnaires qui avaient acquis ou conservé des titres à la suite de la publication par la société de comptes inexacts ou de la conférence de presse au cours de laquelle des informations mensongères avaient été diffusées, s'étaient constitués parties civiles à l'encontre des dirigeants, des chefs de présentation ou publication de comptes infidèles et diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

Le tribunal fait droit à leurs demandes en considérant que les actionnaires n'auraient pas acquis leurs titres s'il n'y avait pas eu diffusion de fausses informations sur la situation de la société, « *ce qui, compte tenu de l'ampleur de la tromperie et de l'effondrement du cours après la révélation de la réalité, apparaît difficilement contestable* »⁴⁶⁶, et que les actionnaires ayant conservé leurs titres auraient immédiatement revendu leurs titres avant la chute brutale du cours s'ils avaient été correctement informés. Ici encore, une présomption de causalité implicite est à nouveau posée. En outre, pour la première fois est admise l'indemnisation des actionnaires ayant conservé leurs titres, de façon, toutefois, quelque peu curieuse. En effet, le tribunal s'était aventuré sur le terrain, plutôt périlleux, de la privation pour l'investisseur de la faculté de revendre immédiatement ses titres avant la chute brutale du cours - car on voit mal comment les actionnaires auraient pu éviter cette chute brutale dès lors que l'ensemble du marché aurait été informé de la réalité de la situation -, alors qu'il aurait pu simplement considérer que la décision de conservation avait été déterminée par la fausse information.

S'agissant de l'évaluation du préjudice, le tribunal distingue les actionnaires ayant acquis et les actionnaires ayant conservé leurs actions sur la foi des informations mensongères. Aux premiers qui estimaient qu'ils n'auraient pas acheté leurs actions s'ils avaient été au fait de la situation réelle de la société, il octroie une indemnisation comprenant le prix des actions achetées et un manque à gagner dû à la privation des sommes placées dans les titres *Comptoir des entrepreneurs*. Aux seconds qui se prévalaient d'un préjudice tenant à la privation de l'exercice efficace de leur droit de vote et surtout, de la faculté de revendre immédiatement leurs titres avant la chute brutale du cours, il accorde une indemnisation égale à la différence

JurisData n° 1998-024110 : RSC, 1999, p. 604, note J. Riffault ; RTD com., 1999, p. 928, note N. Rontchevsky - Cass. crim. 29 nov. 2000, n° 99-80.324, *Comptoir des entrepreneurs*, n° 99-80.324, Bull. crim. n° 359, p. 1060 : Rev. sociétés 2001, p. 380, note B. Bouloc ; RTD com., 2001, p. 534, note B. Bouloc ; B. Bouloc, Gaz. Pal., 12 mars 2002, n° 71, p. 7 ; Bull. Joly Sociétés, 2001, n° 4, p. 407, § 101, note critique J.-D. Belot et E. Dezeuze ; RTD com., 2001, p. 493, note N. Rontchevsky ; BRDA, 2001/5, n° 7, p. 6 ; RJDA, 2001/10, n° 981, p. 844.

⁴⁶⁶ N. Rontchevsky, note sous T. corr. Paris, 11^e ch., 17 déc. 1997, Bull. Joly Sociétés, 1998, n° 5, p. 485, § 165.

entre la valeur des actions précédant la diffusion des fausses informations et la valeur résiduelle de ces dernières. Le tribunal accorde, en conséquence, aux parties civiles une réparation au moins égale au montant des pertes subies, voire, pour certaines d'entre elles - celles ayant acheté les titres alors que la situation véritable de la société était dissimulée -, à celui du gain manqué du fait de la privation de la disponibilité des sommes placées.

La cour d'appel confirme la décision des premiers juges aussi bien pour les actionnaires ayant conservé que pour les actionnaires ayant acquis leurs actions sur la base d'indications erronées : *« les actionnaires ne peuvent réclamer que la réparation du dommage résultant directement des délits de présentation ou de publication de comptes annuels inexacts ou de la diffusion d'informations trompeuses (...) ; que les actionnaires ayant souscrit les actions après le 6 juin 1992, date de publication des comptes annuels au BALO sur le fondement des informations mensongères qu'ils contenaient, sont en droit de prétendre qu'ils n'auraient pas acheté s'ils avaient eu connaissance de la situation réelle du CDE et dans ces conditions, évaluent leur préjudice au montant de leur souscription et des conséquences financières de la privation des sommes engagées ; qu'en ce qui concerne les actionnaires dont les droits ont été antérieurement acquis, ils sont fondés à soutenir qu'ils ont été privés de l'exercice efficace de leur droit de vote et surtout, de la faculté de revendre aussitôt leur titre avant la chute brutale du cours »*⁴⁶⁷.

Les prévenus forment alors un pourvoi devant la Cour de cassation ayant essentiellement pour objet, s'agissant des réparations octroyées aux actionnaires, de contester l'indemnisation des parties civiles ayant conservé leurs actions à la suite de la diffusion des informations trompeuses. Ils estiment en effet que seuls les achats d'actions postérieurs à la diffusion des informations mensongères avaient pu être déterminés par lesdites informations et pouvaient ainsi caractériser un préjudice direct. Refusant d'entrer dans le détail de l'argumentation des prévenus, la Cour de cassation rejette le pourvoi, au motif que la question du préjudice relève du pouvoir souverain d'appréciation des juges du fond. Quoique la question eût mérité un examen plus approfondi⁴⁶⁸, le préjudice de l'actionnaire ayant conservé ses titres sur la foi d'informations mensongères était ainsi implicitement admis par la Haute juridiction.

⁴⁶⁷ CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 16 déc. 1998, Comptoir des entrepreneurs, préc.

⁴⁶⁸ En ce sens, B. Bouloc, note sous Cass. crim. 29 nov. 2000, Rev. sociétés, 2001, p. 380 : *« sans doute, l'évaluation du préjudice est appréciée par les juges du fond, mais il va différemment de la nature ou de*

212 - **La présomption de causalité posée dans l'affaire *Sedri*.** Une approche similaire a été sans doute retenue par les juges de la 11^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris dans l'affaire *Sedri*⁴⁶⁹, même si la prise en compte du caractère déterminant de la fausse information ne ressort pas aussi clairement que dans les décisions précédentes. Le tribunal, en revanche, met encore davantage en relief la dimension intellectuelle du préjudice : *« la diffusion des fausses informations dans le public sur les perspectives ou la situation de la société SEDRI de nature à influencer sur les cours, facilitée notamment par la certification par les commissaires aux comptes, MM. G et B, de l'exactitude et de la sincérité des éléments chiffrés extraits des comptes sociaux et consolidés de ladite société et publiés dans la note relative à l'augmentation du capital de cette dernière, et qui n'a pas permis aux tiers de connaître la nature exacte et les risques inhérents à l'activité du groupe SEDRI et d'apprécier les résultats de son objet réel, a eu pour effet de tromper lesdits tiers en les encourageant, soit à acheter des titres SEDRI, soit pour ceux déjà actionnaires, à ne pas les céder, tous étant porteurs de titres qui se sont révélés au final dénués de toute valeur et de ce fait ayant subi un préjudice certain »*.

Il détermine, par ailleurs, avec précision la période pendant laquelle les informations mensongères ont été diffusées et accueille l'action civile aussi bien des actionnaires ayant acquis que des actionnaires ayant conservé leurs actions pendant ladite période : *« que cette diffusion a cessé toute conséquence préjudiciable aux tiers lors de l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre de la société S le 17 août 1990, date à partir de laquelle la réalité de la situation de celle-ci a été publiquement connue ; qu'il s'ensuit que les constitutions de partie civile relatives, d'une part, à des achats suivis de vente avant la connaissance par le public de la note d'information susvisée, savoir à la date du 25 septembre 1989, d'autre part, à l'achat de titres postérieurs au 17 août 1990, seront déclarées irrecevables, en l'absence de tout lien avéré de causalité entre les préjudices dont il est demandé réparation et les infractions commises »*. Une présomption de causalité est ainsi

l'étendue du préjudice, comme du lien de causalité. Questions de droit » ; J.-D. Belot et E. Dezeuze, note sous Cass. crim. 29 nov. 2000, Bull. Joly Sociétés, 2001, n° 4, p. 407, § 101 : « la question soulevée par les demandeurs au pourvoi méritait cependant une réponse plus nette ».

⁴⁶⁹ T. corr. Paris, 11^e ch., 27 févr. 1998, n° 98/07599, *Sedri* : RTD com., 1998, p. 640, note N. Rontchevsky ; Bull. Joly Sociétés, 1998, n° 9, p. 925, note N. Rontchevsky ; RSC, 1998, p. 571, note J. Riffault - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 8 oct. 1999, J.-C. G., JurisData n° 1999-024560 (confirmation) : RSC, 2000, p. 633, J. Riffault, et Cass. crim. 24 janv. 2001, n° 00-80.247, J.-C. G. (rejet) - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 25 mai 2000, B. B. (confirmation) et Cass. crim. 4 avril 2001, n° 00-84.322, B. B. (rejet).

implicitement posée entre l'information fautive et la décision d'investissement préjudiciable dès lors que cette décision d'investissement (d'acquisition ou de conservation) a bien eu lieu pendant la période litigieuse, soit entre la diffusion des informations mensongères au public et l'ouverture de la procédure collective de la société qui a révélé aux tiers la véritable situation de celle-ci, toutes les autres constitutions de partie civile étant déclarées irrecevables. La solution est en partie nouvelle car, cette fois, la présomption de causalité est appliquée en considération d'une détermination précise de la période litigieuse, ce qui visait sans doute à faciliter la tâche du tribunal confronté ici à un grand nombre, 505, de constitutions de partie civile. Cette méthode allait d'ailleurs connaître une certaine postérité dans les affaires ultérieures présentant un contentieux de masse. Le président aussi bien que les commissaires aux comptes ont été ainsi condamnés à indemniser lesdits actionnaires des chefs respectivement du délit de fausse information et de complicité du même délit.

S'agissant de l'évaluation du préjudice, le tribunal observe *« qu'en ce qui concerne toutes les parties civiles qui seront reçues en leur constitution, le principe et le montant de chacun des préjudices allégués ne sont nullement, et de façon spécifique, sérieusement contestés par les prévenus ; que, dès lors, l'indemnité propre à réparer chacun desdits préjudices sera fixée, compte tenu de tout ce qui précède et de l'ensemble des éléments régulièrement versés aux débats »*⁴⁷⁰. On peut dès lors supposer que les juges ont dans l'ensemble fait droit aux demandes des parties civiles et qu'a été au moins réparée la totalité des pertes que celles-ci avaient subies. Cela a suscité une appréciation critique de la part de la doctrine qui a estimé que le préjudice résultant de la conservation des titres devait plutôt s'analyser en une perte de chance et donc faire l'objet d'une réparation inférieure : *« le raisonnement suivi par le tribunal doit être approuvé en ce qui concerne les titres acquis après la diffusion des fausses informations. Il est en effet probable que les porteurs de titres S ne les auraient pas acquis si la situation réelle de la société n'avait pas été dissimulée par des informations inexactes. En revanche, s'agissant de la conservation des titres acquis avant la diffusion des fausses informations, d'aucuns objecteront qu'il subsiste une réelle incertitude sur l'attitude qu'auraient eue les actionnaires en l'absence de diffusion de fausses informations de sorte que le préjudice ne peut s'analyser qu'en la perte de chance d'éviter le dommage final*

⁴⁷⁰ T. corr. Paris, 11^e ch., 27 févr. 1998, n° 98/07599, Sedri, préc.

consistant en la perte du prix d'acquisition des titres. Or, sur le terrain de la perte d'une chance, l'indemnisation est nécessairement inférieure au montant du préjudice final (ce qui explique que l'on parle parfois de réparation partielle) en raison de l'obligation pour les juges du fond de prendre en considération, dans l'évaluation des dommages-intérêts, l'aléa affectant la réalisation de la chance perdue »⁴⁷¹.

b - Les conséquences de la présomption de causalité

213 - Les conséquences de la présomption de causalité : une indemnisation effective et plus importante des victimes sur le marché boursier. Si le juge répressif a, à l'occasion de plusieurs affaires, opté pour la prise en compte de l'altération déterminante de la décision, c'est, sans aucun doute, dans le but de promouvoir une réparation effective du préjudice subi par les investisseurs, dans les cas où l'ampleur des déclarations erronées sur le marché boursier était telle qu'il était probable que les investisseurs n'auraient pas acquis⁴⁷² ou conservé leurs titres s'ils avaient été correctement informés. En effet, à défaut d'une telle présomption, les investisseurs auraient certainement été dans l'impossibilité de faire la preuve du caractère déterminant de l'information sur leurs décisions. Elle a permis également au juge de faire face à un contentieux de masse, comme dans l'affaire *Sedri*, en adoptant une logique collective de réparation. L'indemnisation accordée s'avère, en outre, plus importante. D'une part, quant au champ d'application, plus étendu, des victimes, la solution permettant d'appréhender également le préjudice résultant de la conservation des titres. D'autre part, quant à l'évaluation, plus généreuse, du préjudice, celui-ci devant compenser au moins la totalité des pertes subies, voire les autres conséquences de l'acquisition ou de la conservation d'un titre, et notamment le gain manqué du fait de la privation des sommes placées.

Le juge n'est toutefois parvenu à cette solution qu'au prix d'une présomption implicite de causalité entre information et décision d'investissement et de l'abandon de l'exigence effective de preuve du lien de causalité, et donc au mépris éventuel de la réalité des faits. Un investisseur est cependant arrivé à apporter la preuve du caractère déterminant des

⁴⁷¹ N. Rontchevsky, note sous T. corr. Paris, 11^e ch., 27 févr. 1998, Bull. Joly Sociétés, 1998, n° 9, p. 925, § 291.

⁴⁷² Bien que la solution ne soit pas aussi explicite, c'est sans doute un raisonnement similaire qui a conduit les juges du fond, dans l'affaire *Régina Rubens*, à indemniser de la totalité de leurs pertes les actionnaires ayant acquis leurs titres « *en plein cœur des fraudes* », « *compte tenu de l'effondrement boursier consécutif aux révélations* » (cf. *infra*).

informations inexactes sur ses décisions d'investissement dans une affaire portée, cette fois, devant le juge civil.

2 - L'altération déterminante prouvée

214 - La preuve de l'altération déterminante par le rapprochement de circonstances de fait.

Dans l'affaire *Eurodirect Marketing*, la société avait publié, en avril 1998, des informations erronées sur ses perspectives de résultats en indiquant des prévisions qu'elle savait raisonnablement ne pas pouvoir atteindre. L'information n'avait été rectifiée que tardivement, par un communiqué de presse d'octobre de la même année. Un actionnaire, qui avait essuyé des pertes à la suite d'achats et de reventes effectués sur les actions et les bons de souscription d'action de cette société pendant la période de diffusion des fausses informations, sollicita devant le juge civil la réparation des pertes ainsi subies ainsi que d'une perte de chance de gain – il soutenait qu'il aurait pu investir son argent dans un placement plus rentable - sur le fondement de l'article 1382 du Code civil. Il ne demanda pas en revanche à être indemnisé pour les titres achetés durant la même période, mais non revendus, ni pour les titres achetés avant la publication de la fausse information⁴⁷³.

La cour d'appel rapprocha plusieurs circonstances de fait pour reconnaître que l'information avait bien constitué la cause déterminante des décisions d'investissement que l'investisseur avait prises, ce dont celui-ci se prévalait. Elle releva, d'une part, que les achats, bien qu'ils aient débuté plusieurs mois avant la publication du communiqué mensonger, s'étaient nettement amplifiés à partir de sa publication, et, d'autre part, que l'actionnaire avait « *pris le soin de réclamer aux dirigeants de la société Eurodirect Marketing la communication du document de référence 1997 afin de vérifier, au lendemain de l'assemblée générale des actionnaires, les informations publiées en avril 1998, ce qui atteste de l'intérêt qu'elles présentaient pour lui* ». Elle écarta enfin l'argument avancé par la société selon lequel l'actionnaire avait commencé à céder ses titres avant d'avoir eu connaissance de la

⁴⁷³ TGI Strasbourg, 2^e ch. com., 8 juin 2001, n° 99/00963, Michel Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing, inédit - CA Colmar, 1^{re} ch. civ., 14 oct. 2003, n° 01/03432, Michel Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing : Bull. Joly Bourse, 2004, n° 4, p. 466, § 89, note G. Dolidon ; LPA, 28 avril 2004, n° 85, p. 3, note F. Leplat ; Dr. et patr., nov. 2004, n° 131, 3575, note D. Poracchia ; RTD com. 2004, n° 3, p. 567, note N. Rontchevsky ; RJDA, mai 2004, n° 582, p. 535 - Cass. com. 22 nov. 2005, n° 03-20.600, Société Eurodirect Marketing c/ Michel Pfeiffer, JurisData n° 2005-0309278 : RTD com., 2006, p. 445, note M. Storck ; Banque et droit, janv.-févr. 2006, n° 105, p. 35, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; JCP E, 12 janv. 2006, n° 2, p. 1079.

rectification de la fausse information, estimant que cela ne remettait nullement en cause le fait qu'il ait pu être trompé par les informations exagérément optimistes publiées en avril 1998, compte tenu de la baisse continue du cours, amorcée dès avant la rectification. On mesure toutefois la difficulté de l'exercice et à quel point la reconnaissance du caractère déterminant d'une information pour un investisseur dépendra de l'appréciation souveraine des juges du fond.

- 215 - **La définition et l'évaluation du préjudice.** Alors qu'en première instance, le tribunal procéda à une réparation forfaitaire « *toutes causes de préjudice confondues* » sans détailler entre pertes subies et perte de chance de gain et sans définir la nature du préjudice, la Cour d'appel de Colmar réforma la décision sur ce point et se livra à une analyse plus fine. Elle définit le préjudice comme étant constitué par « *la différence entre le prix d'achat et le prix de vente des actions et des bons de souscription d'action acquis postérieurement à la publication du communiqué comportant les informations mensongères* ». Elle écarta en revanche la perte de chance de gain dont se prévalait l'investisseur, estimant qu'il n'y avait pas lieu « *de tenir compte d'une prétendue perte de chance de gain, totalement aléatoire, et liée à des circonstances exclusivement étrangères* ». La Cour de cassation approuva la décision, jugeant qu'en raison du caractère tardif de la rectification opérée, la cour d'appel avait pu décider « *qu'il existait un lien de causalité entre les manquements commis par la société et le préjudice subi par M. X. en revendant à perte les actions qu'il n'aurait pas achetées s'il n'avait pas été victime d'informations trompeuses* ».

Le préjudice réparé fut donc égal à la différence entre le prix d'achat et le prix de vente des titres. La solution adoptée indemnise ainsi, logiquement, l'actionnaire de la totalité des pertes subies, c'est-à-dire de la moins-value réalisée, dès lors que la fausse information a été déterminante de l'achat effectué, à l'instar des affaires dans lesquelles une présomption de causalité avait été posée. On observera toutefois que la réparation s'est limitée au montant de ces pertes, à l'exclusion d'un quelconque manque à gagner, contrairement à ce qui avait été décidé par la jurisprudence dans l'affaire du *Comptoir des entrepreneurs*, s'agissant des actionnaires ayant acquis leurs actions pendant la période de diffusion des fausses informations.

- 216 - **Synthèse.** Si le juge a pu, pendant un certain temps, opter pour la prise en compte de l'altération déterminante de la décision par l'information erronée, dans un souci d'assurer une indemnisation effective des victimes, il n'a pu, la plupart du temps, y parvenir qu'en posant

une présomption de causalité, c'est-à-dire éventuellement aux dépens de la réalité des faits. En effet, il est, généralement, bien difficile de déterminer ce qu'un investisseur aurait fait s'il avait été bien informé, même lorsque l'information est significative, et encore plus de savoir s'il a effectivement eu connaissance de l'information. La jurisprudence se trouvait alors naturellement conduite, si elle souhaitait continuer de saisir le préjudice dans sa dimension intellectuelle, à juger que, s'il avait été correctement informé, l'investisseur aurait, éventuellement, probablement ou certainement - avec une probabilité variable donc -, adopté une autre décision d'investissement. Cela revenait à considérer que la fausse information lui avait simplement fait perdre une chance de prendre une décision d'investissement différente, et à appréhender désormais l'altération non déterminante de la décision.

B - L'altération concrète non déterminante de la décision

- 217 - **L'altération concrète non déterminante : la perte de chance.** Dans l'affaire *Flammarion*, le juge a été conduit à réparer une altération concrète non déterminante de la décision, c'est-à-dire une perte de chance (1). Le recours à la notion de perte de chance était, dans cette espèce, approprié (2).

1 - La réparation d'une perte de chance

- 218 - **L'affaire *Flammarion* : la réparation d'une perte de chance.** Juger que l'information mensongère avait exercé une influence intellectuelle, mais non déterminante, sur la décision d'un investisseur, a naturellement amené le juge à considérer, comme la doctrine avait pu le suggérer⁴⁷⁴, que l'information lui avait simplement fait perdre une chance de prendre une autre décision d'investissement. La jurisprudence a ainsi, à l'occasion de l'affaire *Flammarion*⁴⁷⁵, utilisé, pour la première fois, la notion de perte de chance⁴⁷⁶ dans le cas d'une

⁴⁷⁴ H. de Vauplane et O. Simart, *Délits boursiers : propositions de réformes. Pour une répartition des compétences répressives selon le caractère économique ou moral de l'infraction*, RD bancaire et bourse, 1997, n° 3, p. 85, § 61, spéc. n° 29, p. 96, à propos du refus par les juges dans l'affaire Société générale de fonderie d'indemniser les actionnaires ayant conservé leurs titres pendant la période de fausse information.

⁴⁷⁵ TGI Paris, 5^e ch. 2^e sect., 15 nov. 2001, n° 2000/18125, Flammarion, inédit - CA Paris, 25^e ch. sect. B, 26 sept. 2003, n° 2001/21885, Flammarion, JurisData n° 2003-224156 : RTD com., 2004, n° 2, p. 316, note C. Champaud et D. Danet ; Bull. Joly Sociétés, 2004, n° 1, p. 84, note J.-J. Daigre ; Bull. Joly Bourse, 2004, n° 1, § 4, p. 43, note E. Dezeuze ; Dr. et patr., nov. 2004, n° 131, p. 93, note D. Poracchia ; D., 2004, n° 25, p. 1802, note Y. Reinhard ; RTD com. 2004, n° 1, p. 132, note N. Rontchevsky ; JCP E, mai 2004, n° 19, 695, p. 769, note G. de Vries.

diffusion d'informations mensongères auprès du public, notion appelée à faire florès en matière de responsabilité civile sur les marchés financiers. Elle l'a fait à l'occasion d'une espèce particulière, dans laquelle l'information diffusée par la société avait fait perdre à certains investisseurs - les actionnaires minoritaires - une chance bien spécifique - celle de ne pas vendre leurs titres dès l'annonce de mauvaises nouvelles pour les céder plus tard dans le cadre d'une garantie de cours. Il s'agissait donc de la perte d'une chance de prendre une décision précisément définie, c'est-à-dire une perte de chance concrète ou, pour reprendre la terminologie que nous avons élaborée, un préjudice d'altération concrète non déterminante de la décision.

La société avait en effet, dans cette affaire, publié ses résultats semestriels ainsi qu'un rapport d'activité au BALO puis dans un communiqué paru aux Échos, dont il ressortait une baisse des résultats et des perspectives négatives. Des actionnaires minoritaires avaient aussitôt vendu leurs titres. Cependant, quelques jours plus tard, les actionnaires majoritaires avaient annoncé la cession de leur bloc d'actions à un prix presque deux fois supérieur, avec garantie de maintien de cours pour les titres demeurant en circulation. Certains actionnaires minoritaires demandèrent alors réparation de leur préjudice en justice en invoquant une faute de la société, consistant en la publication d'un communiqué incomplet. En première instance, le tribunal rejeta la demande, estimant que l'émetteur n'avait commis aucune faute. La demande fut toutefois accueillie en appel, la cour considérant que le comportement de l'émetteur⁴⁷⁷ avait eu pour conséquence de priver les actionnaires minoritaires d'une chance de céder leurs actions dans le cadre de la garantie de cours. Compte tenu de « *l'aléa très faible* » de non-réalisation de l'opération au moment de la publication du communiqué litigieux, la cour d'appel calcula le préjudice tenant à la perte de chance subie par les investisseurs sur la base d'une probabilité élevée de réalisation de l'opération, qui peut être estimée à 88 %⁴⁷⁸.

⁴⁷⁶ La jurisprudence admet en effet, depuis longtemps, de réparer une perte de chance, dès lors qu'elle consiste dans « *la disparition actuelle et certaine d'une éventualité favorable* ». En d'autres termes, la perte de chance ne peut être réparable que si elle est réelle et sérieuse, et constitue donc un préjudice certain. V. G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, op. cit., n° 278 et s.

⁴⁷⁷ Sur la faute, v. *infra*.

⁴⁷⁸ Le calcul résulte des montants alloués par la cour d'appel. V. Ch. Clerc, art. préc., spéc. n° 18 et 19.

2 - Le recours approprié à la perte de chance

219 - **Le recours approprié à la notion de perte de chance.** Dans l'affaire *Flammarion*, le recours à la notion de perte de chance ne peut être qu'approuvé : si le public et donc les actionnaires minoritaires avaient été informés du projet de cession et de garantie de cours, il ne fait pas de doute qu'ils auraient préféré attendre pour céder leurs titres ; toutefois, il existait bien un aléa, quoique faible, affectant la réalisation de la garantie de cours, de sorte que le calcul du préjudice sur la base d'une perte de chance affectée d'une probabilité de réalisation élevée apparaissait la solution la plus adaptée⁴⁷⁹.

Toutefois, il faut bien voir que cette jurisprudence est intervenue à l'occasion d'une situation particulière, dans laquelle le recours à la perte de chance s'imposait, en ce que la décision d'investissement manquée était clairement définie, puisqu'il s'agissait de conserver ses titres pour les apporter à la garantie de cours – l'altération de la décision était donc nécessairement concrète -, et présentait en outre une forte probabilité. Or, généralement, la décision d'investissement manquée ne s'impose pas aussi nettement dans sa nature et sa probabilité, en cas d'information publique. En effet, si comme le relève la doctrine, la théorie de la perte de chance est parfaitement adaptée en cas de défaut d'information ou de renseignement⁴⁸⁰, c'est le plus souvent dans l'hypothèse d'une information personnelle et individualisée, comme en matière médicale⁴⁸¹ ou de manquement d'un prestataire de services d'investissement à ses obligations d'information, de mise en garde ou de conseil⁴⁸². Or, il est bien plus difficile de déterminer le comportement qu'aurait adopté un individu du fait d'une information défectueuse délivrée à l'ensemble du public, que du fait d'une information personnelle erronée qui lui est précisément destinée afin d'éclairer sa décision personnelle. La théorie classique de la perte de chance est, par conséquent, bien moins adaptée en cas d'information publique. Ainsi, lorsque la jurisprudence a été amenée, par la suite, à statuer sur des espèces

⁴⁷⁹ Dans ce sens, Ch. Clerc, *ibid.*

⁴⁸⁰ V., notamment, G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 369-1.

⁴⁸¹ *Ibid.*, n° 370 et s.

⁴⁸² Dans cette hypothèse, la jurisprudence a aujourd'hui recours de manière quasi systématique à la théorie de la perte de chance, où elle paraît appropriée compte tenu du caractère individuel et personnalisé de l'information ou du conseil délivré par le prestataire de services d'investissement. V., ainsi, J. Chacornac, *op. cit.*, n° 393 et s., qui plaide toutefois pour l'instauration d'une présomption de causalité en la matière, « *compte tenu de la fonction d'intermédiation qui revient aux prestataires et du caractère impératif du dispositif d'informations auquel ils sont soumis* », afin de permettre la réparation de la totalité des pertes et éviter ainsi le caractère aléatoire de l'évaluation de la perte de chance (*ibid.*, spéc. n° 416).

plus classiques dans lesquelles des titres avaient été achetés, vendus ou conservés alors que de fausses informations étaient délivrées au public sur le marché secondaire, elle s'est alors orientée vers la réparation d'une perte de chance particulière, « *abstraite* », consistant dans une atteinte générale à la faculté de l'investisseur d'arbitrer en connaissance de cause.

Paragraphe 2 - **La réparation consacrée de l'altération abstraite de la décision**

220 - La réparation consacrée de l'altération abstraite de la décision. L'altération abstraite de la décision par l'information, c'est-à-dire l'atteinte générale à la faculté d'un investisseur d'arbitrer en connaissance de cause, a été mise au jour (A), puis consacrée par la jurisprudence (B).

A - La mise au jour de l'altération abstraite de la décision

221 - La mise au jour de l'altération abstraite de la décision par l'affaire *Sidel*. Pour avoir communiqué au marché de fausses informations relatives au carnet de commandes et aux perspectives de la société et publié des comptes inexacts, les dirigeants de la société *Sidel* ont été condamnés à indemniser les quelques 700 actionnaires qui, pour la plupart emmenés par des associations d'actionnaires minoritaires ou de petits porteurs⁴⁸³, s'étaient constitués parties civiles⁴⁸⁴. Cette affaire a été l'occasion, pour les juges du fond, de dégager un nouveau chef de préjudice (1), dont il convient de préciser les conséquences (2).

⁴⁸³ Il s'agissait de l'Adam (Association de défense des actionnaires minoritaires) et de l'APPAC (Association des petits porteurs actifs).

⁴⁸⁴ T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, n° 0018992026, *Sidel* : Bull. Joly Sociétés, 2007, n° 1, p. 119, note J.-F. Barbière ; Rev. sociétés, 2007, p. 102, note J.-J. Daigre ; Rev. Lamy dr. aff., mai 2007, n° 16, note A. Dethomas et M. Aubert ; Bull. Joly Bourse, 2007, n° 1, p. 37, note E. Dezeuze ; RTDF, 2006, n° 3, p. 162, note E. Dezeuze ; L'Agefi hebdo, O. Dufour ; Lexbase news, n° N3852ALA, éditorial F. Girard de Barros ; D., 2007, p. 2418, chron. B. Le Bars et S. Thomasset-Pierre ; Lexbase hebdo, éd. privée gén., 11 oct. 2006, n° 231, note J.-B. Lenhof, 1^{re} et 2nde parties (texte intégral : n° A7599DRU) ; D., 2006, p. 2522, note D. Schmidt ; Banque et droit, nov.-déc. 2006, n° 110, p. 35, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.-P. Bornet ; RJDA, 2007/3, n° 269, p. 262 - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, n° 06/09036, *Sidel* : Bull. Joly Sociétés, 2009, n° 2, p. 143, note J.-F. Barbière ; Rev. sociétés, 2009, p. 121, note J.-J. Daigre ; Rev. Lamy dr. aff., févr. 2009, n° 35, note A. Dethomas ; Bull. Joly Bourse, 2009, n° 1, p. 28, note E. Dezeuze ; RTDF, 2008, n° 4, p. 137, note E. Dezeuze ; JCP E, 30 avr. 2009, n° 18, p. 1431, chron. Y. Sexer et N. du Chaffaut ; Lexbase hebdo, éd. privée gén., n° 333, n° Lexbase N9211BHM, entretien avec Me F.-K. Canoy, représentant les parties civiles (texte intégral : n° A5109EBT) ; D., 2008, p. 2867 ; RJDA, janv. 2009, n° 35, p. 37 ; Banque et droit, janv. 2009, n° 123, p. 28 ; BRDA, 19 nov. 2008 – Cass. crim. 18 nov. 2009, n° 08-88.078, *Sidel*, JurisData n° 2009-050618.

1 - Un nouveau chef de préjudice

222 - **La dimension abstraite et intellectuelle du préjudice.** Le nouveau chef de préjudice dégagé dans l'affaire *Sidel* consacre une définition abstraite et intellectuelle du préjudice **(a)**, et peut s'analyser comme une sorte de préjudice moral **(b)**.

a - Une définition abstraite et intellectuelle du préjudice

223 - **L'analyse du préjudice : l'atteinte à la faculté d'arbitrer en connaissance de cause.** Les actionnaires constitués parties civiles devant le tribunal correctionnel demandaient la réparation de la perte de valeur de leurs titres consécutive à la révélation des tromperies. Le tribunal commence par rappeler, en réponse, que la notion de risque est une donnée inhérente aux marchés financiers et que tout investissement en bourse présentant un caractère spéculatif, la réalisation d'une moins-value n'établit pas, en elle-même, l'existence d'un préjudice, excluant *de facto* la réparation intégrale des pertes : « *en matière boursière, le fait que les parties civiles, contrairement à ce que certaines d'entre elles font valoir, aient vendu leurs titres à un prix inférieur à leur prix d'achat, même en présence d'infractions, n'établit pas en soi leur préjudice. En effet, le cours des actions cotées en bourse, présente en soi, un caractère spéculatif. La notion de risque est une donnée devant être prise en compte par l'investisseur* ».

Le tribunal se livre ensuite à une analyse détaillée du préjudice. Il relève d'abord que la publication d'informations financières inexactes, qui s'est déroulée sur une longue période de temps, entre 1995 et la cession de Sidel dans le cadre de l'offre publique d'achat de Tetra Laval en 2001, « *a eu effectivement pour effet de faire croire aux actionnaires parties civiles que la situation et les perspectives de l'entreprise étaient meilleures qu'elles ne l'étaient en réalité* », ce qui a pu conduire des investisseurs « *sur la base de ces informations à acheter ou à conserver des titres dont la valeur réelle était inférieure au cours de l'action* »⁴⁸⁵. Il définit alors la nature exacte du préjudice : « *en réalité 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*

⁴⁸⁵ Les juges d'appel se sont d'ailleurs appliqués à montrer l'effet positif que les différentes annonces erronées ont eu sur le cours de bourse, relevant notamment que la publication d'un entretien accordé par le président directeur général au journal « *Investir* » « *a provoqué une hausse momentanée de l'action de 100 € à 115 €* ».

perspectives prometteuses étaient manifestement surévaluées. Leur liberté de choix a été faussée et un préjudice direct leur a ainsi été causé ».

Cette analyse est confirmée, de manière particulièrement claire, en appel : *« les informations trompeuses (...) ont influé sur les décisions des investisseurs, les analystes financiers étant particulièrement attentifs à toute différence entre les résultats attendus et réalisés (...) ; qu'elles ont toutes concouru à fausser la perception par les investisseurs de la situation réelle de l'entreprise et ses perspectives ; que ceux-ci ont de ce fait (...) été empêchés de prendre des décisions sur la base d'informations sincères, qu'ils n'ont pu prendre en connaissance de cause leur décision d'investissement et ont été privés de la chance d'effectuer des arbitrages éclairés, de mieux investir leur argent ».*

224 - **La consécration de la définition abstraite et intellectuelle du préjudice.** Pour les juges, le préjudice résulte ainsi du fait que les actionnaires, croyant la valeur des titres Sidel supérieure à ce qu'elle était en réalité, n'ont pas pu réaliser les arbitrages qu'ils auraient effectués en l'absence d'informations mensongères. Il s'agit donc de l'atteinte à la faculté de l'investisseur d'arbitrer sur le marché en connaissance de cause, qui lui a fait perdre une chance de faire des investissements plus profitables. La solution adoptée par les juges du fond dans l'affaire *Sidel* apparaît comme la consécration éclatante de la dimension abstraite et intellectuelle du préjudice. En effet, en raison même de son abstraction, le préjudice ne consiste plus qu'en une influence exercée par la fausse information sur la faculté purement intellectuelle de l'investisseur d'arbitrer sur le marché en connaissance de cause, c'est-à-dire en une atteinte générale à sa liberté de choix, à son jugement, sans référence à un quelconque élément factuel ou à une décision d'investissement précise⁴⁸⁶.

⁴⁸⁶ Il faut noter que la COB avait ouvert la voie en mettant en évidence, dans la décision de sanction du président directeur général, l'atteinte portée au bon fonctionnement du marché et l'influence exercée sur les décisions des investisseurs par la diffusion des fausses informations : *« considérant qu'en agissant ainsi M. O. a faussé le bon fonctionnement du marché en ce que la valorisation Sidel a résulté d'arbitrages fondés sur des éléments inexacts tant sur le procédé Actis que sur les comptes sociaux ; qu'il a porté atteinte aux intérêts des investisseurs qui, convaincus que les résultats financiers et les perspectives de développement de la société Sidel étaient favorables, ont conservé ou acquis des actions dont la connaissance de la surévaluation a conduit la direction de Sidel à conseiller aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'OPA de Tetra Laval à seulement 50 euros par action et dont le cours a ensuite connu un réajustement brutal dès lors que la réalité de la situation financière a été connue »* (Sanct. COB, 12 sept. 2002, M. Francis Olivier, Bull. mensuel COB, mars 2003, n° 377, p. 13 : Banque et droit, juill.-août 2003, n° 90, p. 44, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; Dr. sociétés, juill. 2003, p. 30, note Th. Bonneau ; Bull. Joly Bourse, juill.-août 2003, p. 427, note C. Ducouloux-Favard). En fait, la solution était en germe dès les premières décisions en la matière. Déjà, le demandeur au pourvoi dans l'affaire *Société générale de fonderie* estimait que les dirigeants avaient, en diffusant des informations fausses ou trompeuses, *« en connaissance de cause affecté la libre faculté de jugement de F »* (Cass. crim. 15 mars 1993, n° 92-82.263,

L'on notera, par ailleurs, que les juges ont, aussi bien en première instance qu'en appel, opté délibérément pour une définition de nature intellectuelle du préjudice, alors qu'auparavant les faits particuliers de certaines espèces les avaient naturellement conduits à appréhender une altération de la décision. Dans l'affaire *Eurodirect Marketing*, le demandeur avait fait la preuve qu'il avait acheté sur la foi des fausses informations : il apparaissait donc difficile pour les juges de ne pas retenir une altération de sa décision. De même, dans l'affaire *Flammarion*, il ne fait guère de doute que si les demandeurs avaient été informés du projet de garantie de cours, ils auraient certainement préféré attendre pour céder leurs actions ; là encore, les juges n'avaient, donc, pas vraiment d'autre choix que de reconnaître la perte de chance d'avoir conservé les titres pour les céder dans le cadre de la garantie de cours et, par voie de conséquence, une altération de la décision des investisseurs. Tel n'était pas le cas dans l'affaire *Sidel*. Les investisseurs n'apportaient pas la preuve qu'ils avaient été déterminés à acheter ou à conserver des titres Sidel par les fausses informations et aucune décision d'investissement, autre que celle de vendre ou de ne pas acheter, ne s'imposait. Les juges auraient donc pu, dans ces conditions, prendre en compte l'altération du cours de bourse par l'information. Ils ont au contraire délibérément décidé d'adopter une définition intellectuelle du préjudice⁴⁸⁷.

225 - **La prise en compte de la finalité particulière du marché financier.** L'on peut supposer que les juges, en définissant ainsi le préjudice comme une atteinte abstraite à la liberté d'arbitrer, ont cherché à prendre en compte la finalité particulière du marché financier et l'importance primordiale qu'y revêt l'information. En effet, en vertu de la théorie de l'efficience, le marché, doit mettre, à chaque instant, toute l'information existante à disposition de

Société générale de fonderie, préc.). Dans l'affaire *Landauer*, la Cour de cassation avait estimé qu'il était résulté des informations faussement positives diffusées par le dirigeant « une surévaluation des cours qui s'est prolongée dans l'esprit du public, même après la publication, le 5 mai 1987, de résultats mitigés pour l'exercice 1986 » (Cass. crim. 15 mai 1997, n° 96-80.399, *Landauer*, préc.). Dans l'affaire *Sedri*, le tribunal correctionnel de Paris avait donné également une définition particulièrement intellectuelle du préjudice : « la diffusion des fausses informations dans le public sur les perspectives ou la situation de la société SEDRI de nature à influencer sur les cours (...) qui n'a pas permis aux tiers de connaître la nature exacte et les risques inhérents à l'activité du groupe SEDRI et d'apprécier les résultats de son objet réel, a eu pour effet de tromper lesdits tiers en les encourageant, soit à acheter des titres SEDRI, soit pour ceux déjà actionnaires, à ne pas les céder, tous étant porteurs de titres qui se sont révélés au final dénués de toute valeur et de ce fait ayant subi un préjudice certain » (T. corr. Paris, 11^e ch., 27 févr. 1998, n° 98/07599, *Sedri*, préc.).

⁴⁸⁷ L'affirmation est toutefois à relativiser dans le sens où dans les affaires *Landauer*, *Comptoir des entrepreneurs* et *Sedri*, les juges ont déjà délibérément opté pour la prise en compte d'une influence intellectuelle en posant une présomption de causalité compte tenu de l'ampleur des fausses informations (v. *supra*). Il s'agissait toutefois d'une altération concrète déterminante et non d'une altération abstraite, donc d'une influence en quelque sorte « moins intellectuelle ».

l'investisseur, afin que celui-ci soit en mesure d'arbitrer entre les multiples décisions d'investissement ou de désinvestissement qui se présentent à lui⁴⁸⁸, en vue d'assurer l'exactitude du cours de bourse, et, ce faisant, la rencontre optimale entre l'offre et la demande de capitaux et l'allocation efficiente des ressources. Cette finalité spécifique conduit le marché à placer l'investisseur dans une situation constante d'arbitrage entre l'achat, la conservation ou la vente : si une fausse information est délivrée au marché, il n'est intellectuellement plus en mesure de prendre les décisions d'investissement les plus profitables et se trouve donc à même de subir un préjudice⁴⁸⁹. Le chef de préjudice dégagé par les juges du fond apparaît, ainsi, assez approprié au particularisme du marché financier qui met constamment l'investisseur en situation d'arbitrage intellectuel ; il ne peut d'ailleurs guère être envisagé dans une société autre qu'une société cotée⁴⁹⁰.

b - Un préjudice moral

226 - **Le recours erroné à la théorie de la perte de chance.** Si la majorité de la doctrine a salué l'effort entrepris par la jurisprudence pour établir, avec audace et inventivité, une nouvelle définition du préjudice permettant une responsabilité civile effective⁴⁹¹, il faut, toutefois,

⁴⁸⁸ V., sur ce point, J.-J. Daigre, note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, Rev. sociétés, 2007, p. 102, qui considère la nouvelle définition donnée du préjudice, une perte de chance pour les investisseurs d'arbitrer leur investissement en connaissance de cause, fondée : « *en effet, s'agissant d'une société cotée, le minoritaire qui y investit ne cherche pas à en prendre le contrôle, mais espère faire fructifier son capital. Aussi, l'information disponible au moment de l'investissement est-elle une donnée essentielle. Un marché boursier ne peut régulièrement fonctionner que si les investisseurs bénéficient d'une égale et complète information. Acquérir des titres en bourse est une opération à risque en soi ; elle ne doit pas s'accompagner d'un risque supplémentaire, celui d'une information insuffisante ou fautive. Aussi, une grande partie de la réglementation boursière est-elle commandée par l'objectif d'assurer la meilleure information possible des investisseurs, en faisant en sorte qu'elle soit complète, immédiate, exacte, précise et sincère* ».

⁴⁸⁹ L'autorité de marché s'était également fait l'écho, dans sa décision de sanction à l'encontre de la société Sidel, de la théorie de l'efficience des marchés : « *que (...) les marchés financiers ne peuvent être efficaces que si les opérations qui s'y déroulent sont réalisées dans la plus grande transparence ; que c'est ce principe boursier qui se trouve traduit dans les articles du règlement n° 98-07 de la COB, qui impose aux émetteurs l'obligation de délivrer au public une information exacte, précise et sincère et dont l'atteinte est susceptible d'être sanctionnée sur le fondement des articles L. 621-14 et L. 621-15 du code monétaire et financier ; que, du fait de la divulgation sur le marché par la société Sidel d'une information imprécise et trompeuse, le bon fonctionnement du marché a été faussé, en ce que la valorisation de l'action Sidel a résulté d'arbitrages fondés sur des éléments inexacts* » (Sanct COB, 7 oct. 2003, Sidel, Bull. COB, oct. 2003, n° 383, p. 31).

⁴⁹⁰ V., sur ce point, J.-J. Daigre, note sous CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, Rev. sociétés, 2009, p. 121 : « *par hypothèse, cette solution ne peut bénéficier qu'aux actionnaires d'une société admise sur un marché, non à ceux d'une société fermée. Ainsi, la cour vient-elle ici accuser un peu plus la différence entre les sociétés cotées et les autres, donc entre l'investisseur et l'actionnaire* ».

⁴⁹¹ V., *inter alia*, J.-F. Barbiéri, note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, Bull. Joly Sociétés, 2007, n° 1, p. 119, qui trouve que le mécanisme est « *original et même audacieux* » et que « *cette approche du préjudice, considéré sous l'angle de la perte d'une chance d'échapper à une erreur d'arbitrage patrimonial est très séduisante* » ; J.-J. Daigre, note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, Rev. sociétés, 2007, p. 102, qui estime l'affirmation nouvelle mais fondée ; D. Schmidt, qui considère qu'il s'agit d'un « *bon jugement* »

reconnaître, que la solution n'échappe pas à la critique d'un point de vue théorique. En effet, à un tel degré d'abstraction, le recours à la théorie de la perte de chance est-il encore adapté ? On peut sérieusement en douter tant la solution s'éloigne de la conception traditionnelle de cette théorie prétorienne⁴⁹², conçue pour permettre l'application de la responsabilité civile aux situations dans lesquelles un aléa affecte la réalisation du dommage⁴⁹³.

Des exemples typiques de perte de chance sont généralement cités : le non-respect d'un délai de procédure s'opposant à ce qu'un plaignant puisse aller en appel et gagner un procès ; un

(D. Schmidt, note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{er} sect., 12 sept. 2006, D., 2006, p. 2522), approuve avec force la nouvelle définition donnée au préjudice : « depuis longtemps, la doctrine et la jurisprudence admettent la réparation de la perte d'une chance. En notre matière, quelle est la chance perdue ? Pour la rendre manifeste, il convient de se placer sur le terrain de la gestion avisée d'un portefeuille. Tout investisseur n'a de choix qu'entre trois positions : acheter, vendre, conserver. Il exerce son choix en fonction de l'information qu'il reçoit. Si l'information est fautive, le choix est faussé. L'information défectueuse, fautive ou non délivrée, lui fait perdre la chance de réaliser un gain ou d'éviter (ou de limiter) une perte. La perte d'une chance est un préjudice personnel, distinct et certain. C'est également un préjudice direct pourvu que l'actionnaire se plaigne non point d'une faute de gestion mais d'un manquement au devoir d'information ou d'une diffusion de fausses informations (...) on notera que l'information trompeuse a précisément pour objet et pour effet de ... tromper, c'est-à-dire d'empêcher les actionnaires d'arbitrer leur portefeuille en connaissance de la situation réelle. Le préjudice en résultant est prévisible puisqu'il représente l'objectif même de la diffusion des informations trompeuses. En vain serait-il allégué que si l'information avait d'emblée été bonne, elle aurait suscité une variation du cours de sorte que les actionnaires auraient aussitôt réalisé leur gain ou leur perte : l'argument est artificiel puisque le préjudice ne réside pas dans la perte mais consiste en ce que l'information trompeuse a privé les actionnaires de la chance d'arbitrer judicieusement jusqu'au jour de la révélation de la situation réelle. Pour le même motif, on conteste l'argument selon lequel une hausse ultérieure du cours ferait disparaître le préjudice : la hausse ne fait disparaître que la perte financière ; le préjudice n'est pas effacé puisque l'information trompeuse a fait perdre la chance de se déterminer en connaissance de cause » (D. Schmidt, *De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés « cotées » in bonis*, in *Etudes de droit privé : mélanges offerts à Paul Didier*, avant-propos M. Germain, préf. J. Foyer, Economica, 2008, p. 383, spéc. p. 388 s.) ; A. Dethomas, note sous CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, *Rev. Lamy dr. aff.*, févr. 2009, n° 35 : « l'utilisation de la notion de perte de chance permet d'appréhender un préjudice plus global. Celui-ci s'analyse en effet en la perte de chance de pouvoir prendre une décision d'investissement plus judicieuse. Recourir à cette notion semble refléter au plus près le préjudice subi par l'actionnaire : la garantie de sa bonne information doit lui permettre de prendre en connaissance de cause les décisions d'investissement nécessaires à la gestion de ses titres, qu'il s'agisse d'acquérir de nouveaux titres, de vendre ceux qu'il détient, ou bien simplement décider de les conserver ».

⁴⁹² V. surtout, en ce sens, Ch. Clerc, art. préc., n° 32, qui conteste l'application de la théorie de la perte de chance au préjudice abstrait dégagé par le tribunal. *Adde* E. Dezeuze, *Bull. Joly Bourse*, 2007, n° 1, p. 37 : « le recours à la notion de perte de chance peut soit paraître habile si l'on considère la nécessité d'accorder une protection minimale aux actionnaires confrontés à un abus de marché, soit frustrer l'observateur qui espérait qu'en ce domaine financier, l'analyse économique soit convoquée pour sous-tendre l'appréciation de l'existence, puis l'évaluation, de l'éventuel préjudice de chaque actionnaire ».

⁴⁹³ V. G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 278 et s. ; M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 382 et s. ; du même auteur, *La réparation de la perte de chance : quelles limites ?*, D., 2013, p. 619 ; Ph. Brun, *op. cit.*, n° 181 et s. *Adde* A. Bénabent, *La chance et le droit*, préf. J. Carbonnier, LGDJ, coll. *Bibl. dr. pr.*, t. 128, 1973 ; J. Boré, *L'indemnisation pour les chances perdues : une forme d'appréciation quantitative de la causalité d'un fait dommageable*, *JCP*, 1974, I, 2620 ; I. Vacarie, *La perte d'une chance*, *RRJ*, 1987, 903 ; D. R. Martin, *De la causalité dans la responsabilité civile du prêteur*, *Banque et droit*, nov.-déc. 1999, p. 3, spéc. II, B, p. 7, col. 2, « la perte de chance représente le dommage consistant dans l'aggravation d'une probabilité funeste ou la diminution d'une probabilité heureuse. Elle ne désigne donc qu'un préjudice de substitution auquel on recourt lorsque, convaincu de l'implication de la faute dans le dommage, on ne peut raisonnablement lui prêter, comme prolongement causal, qu'une incidence sur la probabilité qu'avait la victime de subir la frustration dont elle se plaint ». L'on notera, en outre, que la perte de chance est en grande partie une spécificité française, inconnue de nombreux autres systèmes juridiques (v. P. Jourdain, *La perte de chance : une curiosité française*, in *Mélanges P. Wessner*, éd. O. Guillod et C. Müller, 2011, p. 167).

accident empêchant un candidat de se présenter à un examen ; une faute rendant impossible la participation d'un cheval à un concours hippique... Si ces exemples concernent tous la perte d'une chance que se réalise un événement favorable, comme c'était le cas dans l'affaire *Flammarion*, cette théorie s'applique tout aussi bien à la perte d'une chance d'avoir évité un événement défavorable, un risque⁴⁹⁴. On pourrait imaginer ainsi, pour reprendre le cas qui nous préoccupe, qu'un investisseur mal informé réalise des pertes en bourse qu'il aurait eu une chance d'éviter s'il avait été bien informé. Ce qui est commun à toutes ces situations, c'est qu'aucune certitude n'existe quant à la réalisation du préjudice « *final* », c'est-à-dire le dommage auquel la victime aurait éventuellement pu échapper si la faute n'avait pas été commise, qu'il s'agisse d'une perte subie ou d'un gain manqué : il n'est pas sûr que le procès aurait été gagné, l'examen réussi, le cheval victorieux ou l'investissement préjudiciable évité. Le seul préjudice certain qui puisse être retenu est une perte d'une chance de ne pas avoir subi le dommage final, et se calcule en appliquant le coefficient de probabilité de réalisation de la chance à la perte subie ou au gain manqué.

La perte de chance indemnisée dans l'affaire *Sidel* se distingue radicalement de cette approche. Il ne s'agit pas, en effet, de la perte de chance concrète d'avoir pris une autre décision précisément déterminée – en l'occurrence, par exemple, la décision de ne pas acheter ou bien de ne pas conserver des titres Sidel, l'évaluation de la perte de chance nécessitant d'estimer la probabilité que, correctement informés, les investisseurs n'aient pas acheté ou conservé lesdits titres –, mais de la perte de chance abstraite et générale de n'avoir pu prendre, dans un environnement d'informations fiables, des décisions plus profitables, de n'avoir pas pu mieux arbitrer leurs investissements, dont on voit mal à l'aide de quel coefficient de probabilité elle pourrait être évaluée.

227 - **La véritable qualification du préjudice. La reconnaissance d'un nouveau préjudice moral.** Le préjudice réparé dans l'affaire *Sidel* n'étant pas, à notre sens, une véritable perte de chance, de quel type de préjudice s'agit-il alors ? Le droit positif ne différenciant pas *a priori* les différentes sortes de préjudice, la doctrine a choisi traditionnellement d'ordonner la

⁴⁹⁴ Certains auteurs ont pu considérer que la perte de chance ne peut, comme son nom l'indique, que concerner la réalisation d'un événement favorable (v., par exemple, Ph. Brun, *op. cit.*, n° 183). Cette position restrictive est aujourd'hui contestée. Nous ne voyons pas, pour notre part, ce qui la justifierait, les situations dans lesquelles a été perdue, par la faute d'un tiers, une chance qu'un événement favorable se réalise ou qu'un événement défavorable ne se réalise pas, apparaissant, d'un point de vue conceptuel, identiques.

matière autour d'une distinction entre préjudice matériel et préjudice moral, compte tenu de la difficulté avec laquelle ce dernier s'est imposé historiquement. Cette classification n'étant toutefois pas dépourvue d'inconvénients, la doctrine préfère généralement adopter aujourd'hui une *summa divisio* entre préjudice patrimonial et préjudice extrapatrimonial⁴⁹⁵.

M. Philippe Brun a proposé ainsi une typologie assez didactique. Il distingue, d'une part, le préjudice patrimonial, qui s'entend « *de toute atteinte aux intérêts économiques de la victime* » et peut découler d'une atteinte aux biens (détérioration ou destruction d'un meuble ou d'un immeuble), d'une atteinte à la personne (ce qui regroupe l'ensemble des conséquences patrimoniales résultant des souffrances physiques et morales endurées par la personne et qui constituent, elles, des préjudices extrapatrimoniaux), ou consister encore en un préjudice économique pur⁴⁹⁶. Et d'autre part, le préjudice extrapatrimonial, qui recouvre, de manière résiduelle, l'ensemble des atteintes aux intérêts non économiques de la victime, et qu'il divise en deux grandes catégories : les préjudices extrapatrimoniaux découlant d'un dommage corporel (*pretium doloris*, préjudice esthétique, préjudice d'agrément, etc.) et les préjudices moraux qu'il qualifie de « *purs* », en ce qu'ils ne résultent pas d'une atteinte directe à la personne de la victime ou à ses biens. Ces derniers se subdivisent alors encore entre le préjudice d'affection, préjudice moral éprouvé par ricochet par les proches de la victime atteinte dans sa chair, et les préjudices résultant d'une atteinte aux droits de la personnalité (atteinte à l'honneur, à la considération, aux convictions religieuses, et plus récemment, à la vie privée, à l'image, ou encore au respect de la présomption d'innocence)⁴⁹⁷.

Où situer, dès lors, le préjudice d'altération abstraite de la décision au sein de cette classification ? Il ne peut s'agir, de toute évidence, d'un préjudice patrimonial ; en portant atteinte, de manière abstraite, à la faculté d'arbitrer en connaissance de cause de l'investisseur, il est en effet bien difficile de soutenir que l'on touche directement à ses intérêts économiques. Il ne peut s'agir, par conséquent, que d'un préjudice extrapatrimonial, d'un préjudice moral. Il nous semble en effet que c'est bien à un intérêt non économique que

⁴⁹⁵ V., notamment, Ph. Brun, *op. cit.*, n° 208 et s. ; Ph. Le Tourneau, *op. cit.*, n° 1501 ; G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 250 et s., distinguant les « *préjudices purement économiques* » et les « *atteintes aux intérêts non exclusivement économiques* ».

⁴⁹⁶ Cf. *infra*.

⁴⁹⁷ Ph. Brun, *op. cit.*, n° 210 et s.

l'on porte atteinte ici, et qui consiste dans la faculté intellectuelle, voire la liberté, pour l'investisseur d'arbitrer en connaissance de cause.

Le lecteur pourra, toutefois, être légitimement surpris : on est bien loin en effet du préjudice moral tel que l'on entend habituellement et dont la reconnaissance prétorienne a suscité une forte réaction de la doctrine, dénonçant l'indécence à monnayer ses larmes ou son chagrin et invoquant l'impossibilité d'évaluer le prix de la douleur. Il reste que le préjudice d'altération abstraite de la décision a été reconnu en préjudice et qu'il faut bien le classer quelque part, à moins d'y voir un préjudice parfaitement *sui generis*. Précisons d'ailleurs qu'en nous livrant à cet exercice de qualification, qui s'impose au regard du droit positif, nous n'avons aucunement l'intention de justifier l'existence de ce préjudice, sur laquelle nous émettrons au contraire les plus grandes réserves⁴⁹⁸.

Il nous semble ainsi, pour notre part, que ce préjudice s'inscrit assez bien dans la tendance contemporaine à l'inflation des « *droits-créance* » ou « *droits à...* »⁴⁹⁹ qui, en responsabilité civile, tend « à *discerner un préjudice réparable derrière chaque atteinte portée à de tels droits subjectifs* »⁵⁰⁰ et se manifeste particulièrement en matière de droits de la personnalité. La situation peut, en effet, être analysée de la manière suivante : les nombreuses obligations d'information à la charge des acteurs du marché, et notamment de l'émetteur, créent un « *droit à l'information* » pour l'investisseur, dont la simple violation doit entraîner réparation, peu important les conséquences en résultant concrètement pour l'investisseur. L'on assiste ainsi à la reconnaissance prétorienne d'un nouveau préjudice moral, l'atteinte à la faculté intellectuelle d'arbitrer de l'investisseur et à sa liberté de choix.

Le préjudice d'altération abstraite de la décision emprunte d'ailleurs au préjudice moral, et plus particulièrement à celui résultant de la violation des « *droits-créance* », une bonne partie de son régime, tant en matière de causalité que de préjudice.

⁴⁹⁸ Cf. *infra*.

⁴⁹⁹ Cette tendance, qui s'inscrit dans le mouvement général de prolifération des préjudices réparables, est généralement dénoncée en doctrine. V., toutefois, M. Pichard, *Le droit à : étude de législation française*, préf. M. Gobert, Economica, coll. Recherches juridiques, 2006, lui réservant un accueil plus favorable.

⁵⁰⁰ Ph. Brun, *op. cit.*, n° 222 et 223.

2 - Les conséquences de la définition abstraite

228 - **Les conséquences importantes de la définition abstraite.** La nouvelle définition abstraite du préjudice a deux conséquences probatoires importantes : elle entraîne une présomption à la fois du lien de causalité (a) et du préjudice (b).

a - Une présomption du lien de causalité

229 - **Perte de chance et lien de causalité.** Si le recours à la théorie de la perte de chance a pour objet même de faciliter la preuve du lien de causalité, lorsque le préjudice est affecté d'un aléa, elle ne fait pas pour autant disparaître l'exigence de toute preuve de causalité entre le préjudice et le fait générateur. En effet, ce n'est plus la preuve de la relation causale entre le fait générateur et le préjudice final qui doit être rapportée mais celle du lien entre le fait générateur et la perte de chance, sorte de préjudice intermédiaire, ce qui réduit la charge probatoire. Ainsi, dans le cas d'un investisseur qui prendrait une décision d'investissement préjudiciable en période d'information publique défectueuse sur le marché boursier, il n'y a plus à établir que l'information a déterminé l'investisseur à prendre la décision, c'est-à-dire, que sans cette information, il ne l'aurait pas prise, mais seulement qu'il aurait alors eu une chance de ne pas la prendre. Si la preuve du lien de causalité est bien plus simple à apporter, c'est le calcul de la probabilité liée à la perte de chance qui s'avère généralement complexe, celle-ci restant soumise au principe de la réparation intégrale. Toutefois, le juge, usant de son pouvoir souverain d'appréciation, procède souvent à une évaluation forfaitaire, même si celle-ci est prohibée⁵⁰¹.

230 - **Une présomption du lien de causalité dans l'affaire *Sidel*.** A quoi assistons-nous à cet égard dans l'affaire *Sidel* ? La perte de chance étant une perte de chance abstraite, celle pour un investisseur d'arbitrer en connaissance de cause, plus aucun lien de causalité ne devrait, de fait, être requis, tout investisseur pouvant être considéré comme ayant été atteint dans sa liberté d'arbitrer. Comme le fait très justement remarquer un auteur, « à ce niveau de généralité, on ne comprend d'ailleurs pas pourquoi tout possesseur d'un portefeuille boursier ne serait pas indemnisé : même si elle ne détient pas d'actions *Sidel*, cette personne a aussi

⁵⁰¹ Cf. *infra*.

*fait l'objet d'une "atteinte à la liberté d'arbitrer" »*⁵⁰². Aussi, le tribunal, en dépit de cette définition abstraite, vient-il limiter le champ d'application du préjudice et le nombre potentiel de victimes, en considérant que n'ont cette qualité que ceux qui ont subi « *un préjudice résultant de la perte d'une chance en achetant ou en conservant une action dont les perspectives prometteuses étaient manifestement surévaluées* ».

Un lien avec la société reste donc exigé, qui consiste dans le maintien ou l'acquisition de la qualité d'actionnaire pendant la période d'information défectueuse. Une présomption de causalité est, ainsi, posée : sont présumés avoir fait l'objet d'une atteinte à leur liberté d'arbitrer par la fausse information tous ceux qui ont acquis ou conservé des actions de la société à laquelle était relative la fausse information⁵⁰³. C'est tout ce qui reste du lien de causalité lorsqu'une perte de chance d'un tel niveau d'abstraction est employée... La solution dégagée surprend d'autant plus que la jurisprudence récente de la Cour de cassation avait pu se montrer particulièrement exigeante en matière de preuve du lien de causalité entre la présentation ou la publication des comptes sociaux et l'opération réalisée par la partie civile⁵⁰⁴. En outre, est présumé non seulement le lien de causalité, mais également le préjudice.

b - Une présomption du préjudice

⁵⁰² Ch. Clerc, art. préc., n° 32.

⁵⁰³ On pourrait imaginer que la preuve contraire puisse être apportée : les dirigeants auraient alors à démontrer que les fausses informations n'ont pas eu d'influence sur la décision d'un investisseur (rapp. D., 2006, p. 2522, note D. Schmidt : « *les fausses informations ont été données pour influencer l'appréciation que le marché porte sur la société ; aussi les responsables ne devraient échapper à leur responsabilité civile qu'à charge de démontrer que les fausses informations n'ont pas eu d'impact sur cette appréciation* »). On pourrait imaginer également que d'autres investisseurs, n'ayant ni acquis ni conservé des actions de la société, se prévalent d'un préjudice. Ch. Clerc, art. préc., n° 32, prend ainsi l'exemple d'un investisseur qui aurait pu vouloir, à la suite de la révélation d'informations moins bonnes que prévu, se positionner à l'achat, en spéculant sur une remontée de cours. Ce serait alors à l'investisseur de faire la preuve du lien de causalité, la présomption posée ne pouvant fonctionner, faute d'achat ou de conservation pendant la période de diffusion des fausses informations.

⁵⁰⁴ Ainsi, l'acquéreur d'une participation significative dans une société a vu déclarer irrecevable sa constitution de partie civile du chef de présentation de comptes infidèles, dans la mesure où il résultait des éléments objectifs du dossier que la publication des bilans inexacts n'avait été « *déterminante ni de la décision de prendre une participation dans cette société ni de l'évaluation des actions* » (Cass. crim. 5 mai 2004, n° 2686, Société Moulins Soufflet : Bull. Joly Sociétés, 2004, n° 10, p. 1250, § 254, note J.-F. Barbière ; RSC, 2005, p. 313, obs. D. Rebut ; Dr. sociétés, 2004, n° 159, note R. Salomon ; RJDA, 11/2004, n° 1255). Sur la recevabilité de l'action d'un créancier d'un créancier bancaire n'accordant son crédit que sur la foi de comptes infidèles : Cass. crim. 13 févr. 1997, Bull. crim. n° 61 : Rev. sociétés, 1997, p. 575, note dubitative B. Bouloc ; RSC, 1997, p. 850, obs. J.-F. Renucci ; Dr. pén., 1997, comm. n° 98, note J.-H. Robert ; RJDA, 1997/10, n° 1217.

- 231 - **Une présomption de préjudice.** Comme nous l'avons dit, le préjudice n'est pas, à notre sens, une véritable perte de chance, mais une sorte de préjudice moral. Il est ainsi, pour l'essentiel, présumé, comme cela est fréquent en matière de préjudice moral, et notamment de violation de droits-créance. Il en est ainsi notamment en matière d'atteinte au droit au respect de la vie privée, où la Cour de cassation tend à présumer l'existence d'un préjudice moral de la seule violation de la vie privée⁵⁰⁵. En l'espèce, on déduit, de la même façon, de la seule faute dans l'information du public l'existence d'un préjudice pour l'investisseur consistant dans une atteinte à sa faculté d'arbitrer, et ce sans se préoccuper davantage des conséquences réelles de l'information défectueuse pour l'investisseur concerné. Une présomption de préjudice est ainsi posée, comme le droit français de la responsabilité civile en adopte dans certains domaines pour remédier à la difficulté de la victime à en rapporter la preuve ou pour assurer une certaine fonction dissuasive⁵⁰⁶.
- 232 - **Conséquence : une réparation forfaitaire du préjudice.** Après avoir posé que le préjudice « ne se confond pas avec le montant des pertes subies par les parties civiles lors de la revente des titres, en raison du risque et de l'aléa propre à tout investissement boursier »⁵⁰⁷, les juges du fond évaluent, aux termes d'une motivation lapidaire⁵⁰⁸, la perte de chance subie par

⁵⁰⁵ V., ainsi, Cass. 1^{re} civ. 5 nov. 1996, Bull. civ. I, n° 378 : « la seule constatation de l'atteinte à la vie privée ouvre droit à réparation » (D., 1997, p. 403, note S. Laulom ; ibid., somm. 289, obs. P. Jourdain ; JCP, 1997, I, 4025, n° 1, obs. G. Viney ; ibid., II, 20805, note J. Ravanas ; RTD civ., 1997, p. 632, obs. J. Hauser). V., notamment, M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 375, indiquant que « désormais, la seule constatation de l'atteinte à la vie privée vaut non seulement faute au sens de l'article 1382 du Code civil, mais entraîne également présomption de dommage au profit de la victime ». *Adde*, pour une appréciation critique, Ph. Brun, *op. cit.*, n° 176 et n° 223 ; X. Pradel, *Le préjudice dans le droit civil de la responsabilité*, préf. P. Jourdain, avant-propos J.-L. Beaudouin et P. Deslauriers, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 415, 2004, n° 187.

⁵⁰⁶ V., plus généralement, M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 375, précisant les différents domaines dans lesquels la Cour de cassation a adopté de telles présomptions : en matière d'actes de concurrence déloyale, considérés par la Cour de cassation comme causant nécessairement un dommage, la preuve du préjudice commercial (baisse du chiffre d'affaires, dépréciation d'une marque, etc.) ou du préjudice moral (atteinte à l'image ou à la réputation) étant particulièrement difficile à rapporter ; en cas d'atteinte au droit au respect de la vie privée introduit à l'article 9 du Code civil, la seule constatation d'une atteinte à la vie privée entraînant présomption de dommage moral ; en matière de droit de propriété, la seule constatation d'une voie de fait ouvrant droit à réparation. Cet auteur note plus généralement une tendance de la jurisprudence à présumer le dommage en cas d'atteinte à un intérêt collectif, l'existence du préjudice s'inférant de la violation de la règle dont la finalité est la protection de l'intérêt pris en charge par l'association. Elle explique que ces présomptions exceptionnelles de dommage peuvent également s'expliquer par le fait que, dans ces domaines, la responsabilité civile assume, outre son rôle de réparation, « une fonction normative et répressive, à l'instar de la responsabilité pénale, voire préventive, ce qui conduit à limiter fortement le rôle du préjudice ». *Adde* L. Gratton, *Le dommage déduit de la faute*, RTD civ., avr.-juin 2013, p. 175, observant que si cette tendance jurisprudentielle reste le plus souvent perçue comme emportant une distorsion des conditions classiques de la responsabilité civile, et ce plus particulièrement s'agissant des atteintes aux droits de la personnalité, lorsque les conditions de faute et de dommage semblent se confondre dans la notion d'atteinte, l'analyse conduit cependant à retenir que la réparation de l'atteinte demeure subordonnée à la caractérisation d'une faute, témoignant par là même de l'unité structurelle de ces solutions.

⁵⁰⁷ CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, n°06/09036, Sidel, préc.

⁵⁰⁸ Le tribunal se contente, pour évaluer le préjudice, de prendre en compte les montants de la surévaluation des résultats pour les deux exercices concernés et d'indiquer qu'ils « doivent cependant être confrontés aux chiffres

chaque actionnaire à la somme de 10 euros par action détenue⁵⁰⁹, et ce, en contravention avec les principes de la responsabilité civile qui exigent une réparation intégrale du préjudice et proscrivent une réparation par forfait⁵¹⁰. En effet, le recours à la théorie de la perte de chance, pas plus qu'il n'écarte l'exigence d'un lien de causalité, ne permet en principe au juge de faire fi du principe de la réparation intégrale. Le préjudice, que le juge applique la théorie de la perte de chance ou procède à une indemnisation directe, doit toujours être réparé dans son intégralité. Pour cela, comme nous l'avons dit, le juge, lorsqu'il emploie la notion de perte de chance, doit d'abord calculer le préjudice final et lui appliquer le coefficient de probabilité correspondant à la perte de chance. Par exemple, si un investisseur mal informé a, en raison d'une décision d'investissement peu judicieuse, subi une perte de 1000 et que l'on estime que, bien informé, il aurait eu une chance sur cinq de prendre une décision d'investissement différente, le préjudice est de 200 et il doit être réparé dans son intégralité. Toutefois, dans la pratique, les tribunaux se livrent rarement à un tel exercice, il est vrai particulièrement ardu, et le recours à la théorie de la perte de chance donne, malheureusement, souvent lieu à une évaluation forfaitaire, sans autre motivation. Et ce d'autant que l'évaluation du préjudice, relevant de l'appréciation souveraine des juges du fond, n'est pas contrôlée par la Cour de

du groupe ». Est par ailleurs écarté des débats le fait qu'une transaction ait pu être conclue entre d'une part la société Sidel et un actionnaire principal, Eurazeo, filiale du groupe financier Lazard, et d'autre part, la société Deminor, agissant pour le compte de certains actionnaires, à un montant par action supérieur. La cour d'appel confirme ce montant sans autre précision.

⁵⁰⁹ Le tribunal n'a pas suivi, sur ce point, les préconisations formulées par la COB dans sa décision de sanction à l'encontre du président-directeur général où, semblant considérer que la fausse information avait été déterminante des opérations réalisées, elle estimait le préjudice subi par chaque actionnaire à hauteur de la moins-value réalisée : « *considérant qu'en agissant ainsi M. O. a faussé le bon fonctionnement du marché en ce que la valorisation de l'action SIDEL a résulté d'arbitrages fondés sur des éléments inexacts tant sur le procédé ACTIS que sur les comptes sociaux ; qu'il a porté atteinte aux intérêts des investisseurs qui, convaincus que les résultats financiers et les perspectives de développement de la société SIDEL étaient favorables, ont conservé ou acquis des actions (...)* ; que si l'on considère que 634.614 actions ont été échangées dans la seule journée du 13 décembre 1999, date de l'interview accordée au journal INVESTIR, ce qui a conduit le cours à s'apprécier à plus de 110 euros, et que, selon les constatations du service de l'Inspection, "la moyenne des titres par transaction [était] tombée en dessous de 100" à cette période, il s'en déduit que le nombre d'investisseurs victimes de l'information fausse et trompeuse donnée au marché a été de l'ordre de plusieurs milliers et que ceux de ces actionnaires qui ont apporté leurs titres à l'OPA ont reçu 50 euros par action, après avoir acquis cette même action à 110 euros avant que son cours ne baisse de manière continue, soit sur la base de 100 titres acquis par chaque investisseur en moyenne à cette époque, une perte de 6000 euros par personne ».

⁵¹⁰ L'on notera toutefois que les juges du fond écartent la faute de la victime : « *aucune disposition de la loi ne permet de réduire à raison d'une faute même à la supposer démontrée de la victime, le montant des réparations dû à celle-ci par l'auteur d'une infraction intentionnelle contre les biens, tenu à réparation intégrale du préjudice* ».

cassation, qui se contente, en matière de perte de chance, de vérifier que le préjudice réparé est bien inférieur au préjudice final⁵¹¹.

Cependant, la décision *Sidel* présente, de ce point de vue encore, une singularité. Ce n'est pas tant, en effet, la difficulté de l'exercice qui fait obstacle ici à une évaluation de la perte de chance définie que son impossibilité. Dès lors qu'il ne s'agit pas d'évaluer la probabilité qu'une autre décision déterminée ait été prise, mais en réalité un préjudice moral consistant en une atteinte abstraite à la liberté d'arbitrer, on voit mal quel coefficient de probabilité pourrait être retenu pour le calcul et comment l'appréciation du préjudice pourrait être autre que forfaitaire. En effet, comme l'affirme généralement la doctrine, le préjudice moral, de par sa nature même, échappe de fait au principe de la réparation intégrale et conduit, pour l'essentiel, à une indemnisation de nature forfaitaire, la plupart y voyant une compensation, une « *consolation* » à défaut d'une véritable réparation, voire une peine privée⁵¹².

La solution ne permet pas, en outre, d'individualiser la réparation en fonction des situations très diverses dans lesquelles se trouvent les parties civiles : certaines acquièrent leurs actions avant la diffusion des fausses informations et soit les conservent soit les revendent après la rectification des informations ; d'autres encore n'acquièrent leurs actions qu'après la diffusion des fausses informations et également soit les conservent soit les revendent une fois la rectification effectuée. Il résulte ainsi, nécessairement, du caractère forfaitaire et de l'absence d'individualisation de la réparation une part importante d'imprécision et d'arbitraire. Il est d'ailleurs piquant de lire dans le jugement que « *le tribunal doit apprécier le préjudice en fonction des troubles réellement subis et causés par les infractions relevées* ».

233 - « **Préjudice du marché** » ou multiples préjudices « *de marché* » ? En raison de la singularité du nouveau chef de préjudice dégagé, l'on peut se demander s'il ne vient pas réparer un « *préjudice du marché* », ou de multiples préjudices, que l'on peut qualifier « *de*

⁵¹¹ Selon une jurisprudence constante, la Cour de cassation veille en effet à la prise en considération de l'aléa : « *la réparation d'une perte de chance 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* » (v. récemment, Cass. 2^e civ. 9 avr. 2009, n° 08-15.977 : D., 2009, p. 1277).

⁵¹² V., ainsi, J. Flour, J.-L. Aubert et E. Savaux, *Les obligations : quasi-contrats, responsabilité délictuelle*, t. 2., *Le fait juridique*, Sirey Dalloz, Coll. Sirey université Droit privé, 2011, 14^e éd., n° 140 ; M. Fabre-Magnan, *op. cit.*, p. 142, écrivant que l'admission du préjudice moral « *permet en réalité souvent de se servir de la responsabilité civile pour "punir" le responsable* » ; F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *Droit civil : les obligations*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2013, 11^e éd., n° 712, observant que le préjudice moral permet souvent aux tribunaux d'augmenter le montant des dommages-intérêts pour lui faire remplir une fonction de peine privée ; déjà, G. Ripert, *La règle morale dans les obligations civiles*, LGDJ, 1949, n° 183 et s.

marché ». Plusieurs éléments amènent en fait à se poser la question : le nombre important des parties civiles ; les caractéristiques des investisseurs auxquels le jugement attribue la qualité de victimes – tous ceux qui sont présents sur le marché, au sens où ils acquièrent ou conservent des actions de la société sur laquelle la fausse information est diffusée - ; la nature du préjudice indemnisé – une atteinte à la liberté d’arbitrer sur le marché en connaissance de cause - ; et l’attribution d’une somme forfaitaire par action, bien éloignée du préjudice réellement subi par chaque investisseur.

On hésite pourtant à franchir le pas. L’expression de « *préjudice du marché* » doit, d’abord, être définie ; en s’inspirant de la notion de « *dommage à l’économie* » utilisée en droit de la concurrence⁵¹³, on pourrait considérer que le « *préjudice du marché* » correspond à l’atteinte portée au bon fonctionnement du marché dans son ensemble⁵¹⁴. Force est alors de constater que la jurisprudence est encore loin de la réparation d’un préjudice collectif de ce type⁵¹⁵. En effet, les juges du fond, d’une part, n’y font aucune référence, et, d’autre part et surtout, ne procèdent pas au calcul d’un préjudice global, le préjudice subi par le marché, qui serait ensuite réparti entre les différents investisseurs - ils allouent simplement une somme forfaitaire par action à chaque investisseur présent sur le marché⁵¹⁶. Il s’agit donc bien de la réparation de préjudices individuels.

Si n’est pas réparé le préjudice subi par le marché dans son ensemble, il apparaît, en revanche, que les multiples préjudices individuels indemnisés pourraient être qualifiés de préjudices « *de marché* » au sens où ces préjudices et leur mode réparation présentent des caractéristiques spécifiques, tenant au particularisme du marché financier. Premièrement, en ce qui concerne

⁵¹³ Il faut remarquer toutefois que cette notion n’est pas utilisée dans le cadre de la mise en œuvre de la responsabilité civile dans la réparation des atteintes au droit de la concurrence mais pour la fixation des sanctions par l’Autorité de la concurrence. L’Autorité des marchés financiers ne connaît pas le concept : elle utilise la notion habituelle de « *profits* » dans la fixation des sanctions pécuniaires qu’elle inflige (C. mon. fin., art. L. 621-15, III : « *le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements* »).

⁵¹⁴ Cf. *supra*, en introduction.

⁵¹⁵ V. cependant la formulation légèrement ambiguë employée par la Cour de cassation dans l’affaire Gaudriot : « *que ces actionnaires et d’autres qui sont intervenus à l’instance aux mêmes fins (les consorts A...) ont demandé paiement d’une certaine somme à titre de dommages-intérêts, à répartir entre les cent soixante demandeurs, selon le montant de leurs pertes respectives* » (Cass. com. 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, Gaudriot, cf. *infra*).

⁵¹⁶ Dans l’affaire *Sidel*, l’ADAM et l’APPAC avaient organisé les demandes des petits porteurs en veillant à mentionner pour chacun d’entre eux le nombre d’actions dont ils étaient titulaires, les dates d’achat et de revente des titres et le montant du préjudice subi. Les actionnaires menés par l’ADAM demandaient une réparation forfaitaire de 20 euros par action tandis que ceux réunis par l’APPAC demandaient un montant différent pour chacun.

le mode de réparation de ces préjudices, le caractère public de l'information et le caractère collectif du marché entraînent un contentieux de masse : un grand nombre d'investisseurs sera potentiellement victime et devra éventuellement recevoir réparation, d'où l'existence de multiples préjudices individuels, tendant à être invoqués collectivement, c'est-à-dire au sein d'une même instance, comme c'est le cas en l'espèce⁵¹⁷. Deuxièmement, en ce qui concerne les caractéristiques des préjudices eux-mêmes, il faut constater que celles-ci prennent également en compte le particularisme du marché financier : d'une part, les préjudices sont définis comme une atteinte à la liberté d'arbitrer, ce qui répond, comme nous l'avons dit, à la finalité particulière du marché financier et, d'autre part, ils tiennent compte, de l'aléa inhérent au marché financier, en excluant une réparation totale des moins-values réalisées.

L'on notera toutefois que ces caractéristiques ne sont pas propres aux marchés financiers. On retrouve le caractère public de l'information et le caractère collectif du marché, d'où la possibilité d'un contentieux de masse, dans d'autres droits reposant sur la notion de « *marché* », notamment le droit de la concurrence et le droit de la consommation. On retrouve également la définition abstraite du préjudice en tant qu'atteinte à la liberté de choisir et la prise en compte de l'aléa, en matière de responsabilité civile médicale, où la jurisprudence a, d'ailleurs, également procédé à l'indemnisation une atteinte abstraite à la liberté de choix du patient⁵¹⁸ et, par ailleurs, prend en compte l'existence d'un autre aléa, l'aléa thérapeutique. Il

⁵¹⁷ Chaque préjudice individuel a bien, dans cette affaire, donné lieu à une action en justice distincte – les associations de petits porteurs n'ont pas exercé directement l'action en justice, comme la loi le leur aurait permis, mais ont agi uniquement en vertu d'un mandat délivré par les actionnaires, qui se sont donc individuellement portés civiles, chacun ayant été partie à l'instance - mais l'ensemble de ces actions ont été exercées collectivement, au sein de la même instance. Il ne s'agit donc pas d'une action collective mais de multiples actions individuelles exercées collectivement (v. J.-J. Daigre, note sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, Rev. sociétés, 2007, p. 102). L'affaire *Sidel* a été très remarquée du fait du nombre d'actionnaires qui se sont constitués parties civiles. Une telle situation n'était toutefois pas inédite puisque d'autres procès pénaux avaient déjà donné lieu à des constitutions massives de parties civiles, coordonnées par des associations de petits porteurs, dans les affaires *Comptoir des entrepreneurs*, *Sedri*, et *Pallas Stern* (T. corr. Paris, 11^e ch., 1^{er} mars 2001, Pallas Stern, inédit - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 6 févr. 2003, n° 2001/01862, Pallas Stern, JurisData n° 2003-220197 - Cass. crim. 4 nov. 2004, n° 03-82.777, Pallas Stern : Bull. Joly Bourse, 2005, n° 3, p. 257, § 79, note N. Rontchevsky ; Dr. sociétés, 2006, n° 191, note R. Salomon).

⁵¹⁸ V. Cass 1^{re} civ. 3 juin 2010, n° 09-13.951 : D., 2010, p. 1522, note P. Sargos ; JCP, 2010, note 788, S. Porchy-Simon ; RCA, 2010, comm. 222, note S. Hocquet-Berg ; Gaz. Pal., 16-17 juin 2010, p. 9, avis A. Legoux ; LPA, 17-18 août 2010, p. 9, note R. Mislawski ; D., 2010, p. 2099, obs. C. Creton ; RTD civ., 2010, p. 571, note P. Jourdain ; RDC, 2010, 1235, note J.-S. Borghetti ; RDC, 2011, 335, note M. Bacache, 345, note F. Leduc ; 357, note Ph. Pierre. Alors qu'elle s'y était jusqu'à présent refusée, la Cour de cassation accepte, dans cette espèce, d'indemniser un défaut d'information en lui-même, peu important que le patient, même s'il avait dûment informé, ne pouvait que consentir à l'acte, en raison d'une nécessité thérapeutique. Une partie de la doctrine y a vu la reconnaissance, en matière médicale, d'un préjudice moral autonome, consistant dans la seule violation au droit subjectif du patient d'être informé (v., notamment, R. Mislawski, note préc. ; M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 799 ; S. Porchy-Simon ajoutant que la solution s'explique également par la spécificité de l'obligation d'information du médecin, commandée par le respect de la personne et de la dignité humaine). On le

n'en reste pas moins qu'en droit financier, si le droit de la responsabilité civile français ne répare pas le préjudice subi par le marché dans son ensemble, il indemnise, à l'occasion d'une fausse information délivrée au marché, de multiples préjudices individuels invoqués collectivement, que l'on peut qualifier à notre sens « *de marché* ».

- 234 - **Synthèse.** Le nouveau type de préjudice dégagé dans l'affaire *Sidel*, le préjudice d'altération abstraite de la décision, procède d'un profond aménagement de la responsabilité civile par le juge sur le marché boursier. Il a en effet, ce faisant, décidé de réparer un préjudice moral et a, de fait, posé une présomption de préjudice et de causalité, et ce afin de permettre une responsabilité effective en la matière. On remarquera d'ailleurs que, par l'adoption de cette jurisprudence, le juge a certainement cherché à assurer la fonction réparatrice, mais également punitive et dissuasive, de la responsabilité civile. Il y a, sans doute, quelque chose de l'ordre de la peine privée dans l'indemnisation de ce préjudice moral présumé⁵¹⁹. La solution a en outre, depuis, été consacrée par la Cour de cassation.

B - La consécration de l'altération abstraite de la décision

- 235 - **Les étapes de la consécration de l'altération abstraite de la décision.** La consécration du nouveau chef de préjudice dégagé dans l'affaire *Sidel* s'est faite, en réalité, en plusieurs étapes. En effet, après une première phase caractérisée par une application incohérente de l'altération abstraite de la décision par les juges du fond (1), la Cour suprême va venir consacrer avec force la solution (2), que les juges du fond vont, en outre, encore approfondir (3).

1 - Une application incohérente de l'altération abstraite de la décision

- 236 - **Incohérence des juges du fond.** Si les premières décisions adoptées par les juges du fond après l'affaire *Sidel* reprennent bien le nouveau chef de préjudice dégagé - l'altération

voit, ce préjudice, réparé de manière encore isolée en matière médicale, est très proche du préjudice d'altération abstraite de la décision, qui est devenu le standard consacré par la Cour de cassation en matière d'information financière sur le marché boursier.

⁵¹⁹ Cela n'a d'ailleurs pas échappé à la doctrine en droit financier. V., ainsi, Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 530, se demandant si on ne s'oriente pas, avec cette jurisprudence, vers des dommages et intérêts punitifs ; A. Pietrancosta, *Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur*, RTDF, 2007, n° 3, p. 21, spéc. p. 27, y voyant notamment une similitude avec la jurisprudence en matière de concurrence déloyale ou illicite.

abstraite de la décision -, elles vont toutefois se caractériser par leur incohérence en refusant d'en tirer les conséquences en termes d'indemnisation. Il en a été ainsi tant à l'occasion de l'affaire *Régina Rubens* (a) que de l'affaire *Marionnaud* (b)

a - L'affaire *Régina Rubens*

237 - **Le chef de préjudice retenu.** L'affaire *Régina Rubens*⁵²⁰, qui suit de très près l'affaire *Sidel*, était l'occasion pour les juges de la 11^e chambre du Tribunal correctionnel de Paris, saisis notamment des délits de présentation ou publication de comptes infidèles et de diffusion d'informations fausses ou trompeuses commis par les dirigeants de la société, de confirmer la nouvelle définition donnée du préjudice subi par les investisseurs en cas de manquement à la bonne information du public. Le tribunal commence ainsi par rappeler sa jurisprudence précédente en indiquant que le préjudice doit être analysé comme une atteinte portée au libre choix de l'actionnaire, qui a acquis des actions alors qu'était diffusée sur le marché une information mensongère sur la société⁵²¹. Pour le tribunal, l'actionnaire qui a été privé de la possibilité d'investir ou de désinvestir en connaissance de la situation réelle de la société a donc subi un préjudice qui doit recevoir réparation⁵²².

Cependant, alors que dans l'affaire *Sidel*, le tribunal s'en était tenu fidèlement, dans l'évaluation du préjudice, au principe théorique qu'il avait posé au préalable en évaluant le préjudice à un montant forfaitaire par action et donc identique pour tous les actionnaires, il s'en écarte ici immédiatement dans l'appréciation du préjudice subi par les différentes catégories de porteurs de titres.

⁵²⁰ T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{er} sect., 22 janv. 2007, n° 0106896039, *Régina Rubens* : RTDF, 2007, n° 2, p. 123, obs B. Garrigues - CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 14 sept. 2007, n° 2007/01477, *Régina Rubens* : Lexbase hebdo, éd. privée gén., 11 oct. 2007, n°276, n° N6240BC4, note J.-B. Lenhof (texte intégral au n° A6174DYC) ; RTDF, 2007, n° 4, p. 145, obs. N. Rontchevsky.

⁵²¹ Ici encore, l'autorité de marché avait ouvert la voie : « *considérant que la divulgation sur le marché par la société Régina Rubens SA d'informations inexactes et non sincères et l'absence de corrections ultérieures d'informations susceptibles d'avoir un effet sur le cours de son titre, ont porté atteinte aux intérêts des investisseurs qui, convaincus que les résultats financiers et les perspectives de développement de la société Régina Rubens SA étaient favorables, ont conservé ou acquis des actions dont le cours surévalué a connu un réajustement brutal dès lors que la réalité de la situation financière de la société a été connue* » (Sanct. COB, 4 mars 2003, Séverine Chapellier et Régina Rubens, Bull. COB, juin 2003, n° 380).

⁵²² La solution était donnée pour les actionnaires parties civiles qui avaient acquis leurs actions pendant la période de diffusion des informations mensongères sur le marché, que ces actions aient ensuite été revendues ou conservées. La question de la conservation des titres par un actionnaire les ayant acquis avant la diffusion des fausses informations n'était pas abordée, aucune partie civile ne semblant se trouver dans cette situation.

238 - **L'indemnisation d'un investisseur professionnel.** S'agissant d'abord de la société d'investissement, LV Capital, appartenant au groupe LVMH, qui avait acquis un intérêt minoritaire en souscrivant à une augmentation de capital de la holding de contrôle, Régina Rubens Holding dont le principal actif était la société cotée Régina Rubens SA, le tribunal commence par observer que la convention de garantie d'actif et de passif conclue concomitamment faisait « *de la fidélité, la régularité et la sincérité des comptes des trois entreprises du groupe arrêtés au 31 décembre 1998 et les situations comptables au 30 juin 1999, une condition déterminante de leur engagement* ». Le tribunal exclut, cependant, que le préjudice réparable puisse être égal à la totalité des pertes subies, soit la différence entre le montant de la souscription à l'augmentation de capital et la valeur actuelle de la participation détenue dans la société Montaigne Fashion Group, repreneur de la société Régina Rubens SA, du fait que « *les manipulations délictueuses se sont considérablement accélérées après l'exercice clos au 30 juin 1999, (...) date de référence lors de la souscription de LV Capital* ».

Le raisonnement ne saurait surprendre : ce ne sont pas les seuls résultats faussés qui avaient été ici déterminants de la décision d'investir, comme le prétendait l'investisseur lésé, mais la sincérité des comptes pris dans leur globalité, et au sein desquels les manipulations comptables restaient encore d'une ampleur limitée. Il était donc exclu qu'un raisonnement similaire à celui de l'affaire *Eurodirect Marketing*⁵²³ soit conduit, et que les pertes soient indemnisées dans leur totalité. Le tribunal va ainsi quantifier l'impact des fraudes à la date d'acquisition⁵²⁴ pour en déduire que, même si la décision d'investir dans Régina Rubens revêtait également une dimension stratégique, et non uniquement financière puisqu'elle s'inscrivait plus généralement dans une stratégie de prise de participation dans le secteur du prêt-à-porter, « *l'influence de ces faits délictueux sur la décision de la demanderesse apparaît (...) très importante* ». Il fixe ainsi le montant du préjudice subi par LV Capital à une somme forfaitaire de 1 500 000 euros, sans autre motivation. Ce qui revient en fait, sans le dire, à

⁵²³ Comp. B. Garrigues, obs. sous T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{er} sect., 22 janv. 2007, RTDF, 2007, n° 2, p. 123, qui conteste le bien-fondé de la motivation : « *certes, le décrochage final du titre a pu être motivé par "l'accélération des manipulations délictueuses" après que LV ait acquis ce titre. Il est cependant difficile de percevoir en quoi la circonstance postérieure à l'acquisition des titres tenant à "l'accélération des manipulations délictueuses" pourrait être de nature à réduire le dommage réparable de l'investisseur trompé pendant toute cette période. La fraude, sa continuité dans le temps et son accélération sont en effet imputées aux deux dirigeantes condamnées* ».

⁵²⁴ Le tribunal a pris en compte le montant des fraudes dans les comptes semestriels au 30 juin 1999, utilisés par LV Capital pour calculer le prix de souscription, soit 4,2 millions de francs, et l'a comparé au chiffre d'affaires total de 1998, de 46 millions de francs.

raisonner en termes de perte de chance concrète : le tribunal a, en réalité, considéré que la fausseté des comptes sociaux présentés, ayant eu une influence très importante sur la décision de LV Capital, lui avait fait perdre une chance non négligeable de ne pas souscrire à l'augmentation de capital. Bien plus, la chance perdue pouvait être estimée à une chance sur deux, puisque les prétentions de l'investisseur s'élevaient à trois millions d'euros⁵²⁵.

C'est donc sans surprise que la cour d'appel vient infirmer la décision de première instance sur ce point. Elle considère que le préjudice doit être analysé « *en une perte de chance [pour la société LV Capital] d'investir les sommes litigieuses dans un placement plus judicieux, et de renoncer plus rapidement à celui réalisé* », perte de chance dont elle limite l'évaluation à 10 % des sommes investies, soit 300 000 euros, en tenant compte notamment « *de ce que l'impact des manipulations comptables était relativement faible au moment de l'acquisition* », celles-ci s'étant accélérées ensuite au deuxième semestre 1999 et au cours de l'année 2000, et de ce que « *même si elle avait alors eu connaissance de la situation véritable de Régina Rubens SA, LV Capital n'aurait pu aisément céder sa participation dans Régina Rubens Holding, les facteurs qui l'avaient conduit à investir n'étant pas exclusivement des éléments d'ordre comptable* ». Qu'en penser ? La cour d'appel a-t-elle voulu ainsi revenir à une application stricte de la jurisprudence *Sidel* ? Rien n'est moins sûr. D'une part, quoique la formulation utilisée puisse prêter à confusion⁵²⁶, la cour applique la théorie de la perte de chance de façon classique : il ne s'agit pas de la perte de chance abstraite de ne pas avoir été en mesure d'effectuer des arbitrages éclairés, mais d'une perte de chance concrète, celle de ne pas avoir acheté les titres Régina Rubens et de ne pas avoir cédé plus tôt ceux qui avaient été acquis. D'autre part, la cour se livre bien à un calcul probabiliste, certes appuyé sur une argumentation minimale, pour évaluer le dommage : en estimant la perte de chance à 10 % des sommes investies, elle considère que la société LV Capital aurait eu environ une chance sur dix de ne pas acheter les titres ou bien de les céder plus tôt si elle avait eu connaissance de la situation réelle de la société. L'effort, quoique minime, tranche avec l'évaluation forfaitaire pratiquée dans l'affaire *Sidel*.

⁵²⁵ *Contra* Ch. Clerc, art. préc., n° 34, qui estime que c'est sans doute le même raisonnement que celui suivi dans l'affaire *Eurodirect Marketing* qui a guidé le tribunal s'agissant de l'indemnisation de LV Capital.

⁵²⁶ La perte de chance « *d'investir les sommes litigieuses dans un placement plus judicieux* » ne fait, certes, pas directement référence à une décision d'investissement déterminée différente. Toutefois, il faut plutôt l'entendre au sens de la perte de chance de ne pas avoir acquis les titres Régina Rubens, ce qui constitue une décision d'investissement précisément déterminée.

- 239 - **L'indemnisation des petits porteurs.** S'agissant des petits porteurs, les juges du fond ont opéré une distinction selon la date d'acquisition des actions pour appliquer deux modalités d'indemnisation différentes. Ceux qui avaient acquis leurs titres « *au début du processus délictueux* », soit avant le 31 mars 2000, au vu de comptes faisant apparaître des irrégularités limitées (c'est-à-dire des bilans clos au 31 décembre 1998 et au 30 juin 1999), ont vu leur préjudice réparé à hauteur de la moitié du prix d'acquisition des actions, le tribunal précisant que « *sans ces éléments frauduleux les actionnaires n'auraient pas acquis les titres au même prix au début du processus délictueux* ». Les juges du fond ont ainsi pris en compte, pour cette catégorie d'actionnaires, l'altération du cours de bourse subie *ex ante*, reprenant le raisonnement développé dans l'affaire *Société générale de fonderie* : ils ont évalué grossièrement cet impact à la moitié du prix d'acquisition, sans autre motivation. Ceux qui avaient acheté leurs actions « *en plein cœur des fraudes* », c'est-à-dire après le 31 mars 2000, se sont vus attribuer, quant à eux, une indemnisation supérieure, égale à la totalité des pertes subies, soit la différence entre le prix d'achat et la valeur de l'action à la date du jugement, « *compte tenu de l'effondrement boursier consécutif aux révélations* ». Le raisonnement tenu à l'égard de ces actionnaires est donc identique à celui suivi dans les affaires *Landauer*, *Comptoir des entrepreneurs* ou *Sedri* : il semble que les juges parisiens aient implicitement posé une présomption de causalité entre information et décision d'investissement, et considéré les fausses informations, étant donné l'ampleur des manipulations comptables alors effectuées, comme nécessairement déterminantes des acquisitions réalisées⁵²⁷. Enfin, pour l'ensemble des petits porteurs, le tribunal écarte la réclamation tenant à la réparation d'un « *manque à gagner* », compte tenu du caractère spéculatif d'un investissement en actions, reprenant l'argument opposé au demandeur dans l'affaire *Eurodirect Marketing*.
- 240 - **Synthèse.** Ainsi, si les juges du fond ont confirmé dans l'affaire *Régina Rubens* le nouveau chef de préjudice qui avait été dégagé à l'occasion de l'affaire *Sidel*, à savoir une atteinte à la

⁵²⁷ La motivation utilisée par la cour d'appel pour confirmer la décision le laisse entrevoir : « *considérant, sur les préjudices des autres parties civiles, lesquelles sont, pour la quasi-totalité d'entre elles, victimes, outre des délits de faux, usage de faux et présentation de bilan inexact visés à la prévention, de l'escroquerie commise par Régina Rubens et Séverine Chapellier, ayant acquis leurs titres postérieurement à la diffusion publique, le 4 février 2000, d'une note contenant des informations de nature à tromper les investisseurs pour les déterminer à remettre des fonds, que le tribunal a jugé à bon droit que la preuve était faite d'un lien direct entre ces délits et le préjudice allégué, dont il a fait une exacte appréciation dans la fixation des dommages-intérêts alloués à ces parties civiles, celles-ci ayant acquis leurs titres à une époque où la situation financière de Régina Rubens SA était particulièrement dégradée, et ayant été néanmoins convaincus que les résultats financiers publiés et les perspectives de développement annoncées étaient conformes aux prévisions diffusées ; que la décision de ce chef sera confirmée* » (CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 14 sept. 2007, n° 2007/01477, Régina Rubens, préc.).

faculté d'arbitrer, ils n'en ont, faisant fi de tout souci de cohérence, tiré aucune conséquence. Ils ont préféré appliquer le type de réparation qui leur paraissait le plus adapté à chaque catégorie d'investisseur, reprenant les différents modes d'indemnisation dégagés par la jurisprudence jusqu'alors. Un an plus tard, le juge répressif allait à nouveau, à l'occasion de l'affaire *Marionnaud*, faire sien le chef de préjudice dégagé dans la jurisprudence *Sidel* sans en tirer nettement les conséquences en matière d'évaluation du préjudice.

b - L'affaire *Marionnaud*

241 - **L'affaire *Marionnaud* au pénal et au civil.** Dans l'affaire *Marionnaud*, les actionnaires ont été indemnisés à la fois au pénal (i) et au civil (ii), le juge faisant preuve à nouveau d'une incohérence - ou au moins d'une ambiguïté - entre le chef de préjudice retenu et l'indemnisation pratiquée.

i - L'affaire *Marionnaud* au pénal

242 - **La solution retenue.** Dans cette affaire⁵²⁸, le juge répressif a condamné le président-directeur général et le directeur général délégué de la société à indemniser 32 investisseurs du chef notamment de diffusion d'informations fausses ou trompeuses dans le public. Le tribunal précise d'abord qu' : « *il est constant que l'établissement de comptes annuels ne donnant pas une image fidèle de la situation financière d'une société est de nature à fausser l'analyse que peut effectuer un investisseur sur la valeur réelle de cette société* ». Le chef de préjudice que le tribunal entend indemniser est donc proche, quoique formulé quelque peu différemment – la formulation apparaît moins abstraite et il n'est pas fait explicitement référence à la notion de perte de chance -, de celui retenu dans l'affaire *Sidel*, puisqu'il s'agit de manière générale d'une atteinte à la faculté d'arbitrer ses investissements en connaissance de cause. Le tribunal ajoute ensuite, comme dans l'affaire *Sidel*, qu'il « *prendra en considération le fait que l'investissement en bourse présente en soi un caractère spéculatif et donc un risque pour l'actionnaire qui doit assumer les choix qu'il prend dans la mesure où ceux-ci ne sont pas*

⁵²⁸ T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{er} sect., 9 juill. 2008, n° 0502492024, *Marionnaud Parfumeries*, inédit - CA Paris, Pôle 5 12^e ch., 27 mai 2009, n° 2008/08267, *Marionnaud Parfumeries*, inédit. Le directeur comptable a également été condamné mais les infractions dont il s'est rendu coupable ont été jugées sans lien direct avec le préjudice allégué par les parties civiles.

faussés », pour limiter l'indemnisation à intervenir à la somme de 2 euros par action, soit 10 % du dernier cours du titre *Marionnaud* avant la suspension des cotations.

- 243 - **L'ambiguïté de la solution.** La solution adoptée est, par conséquent, ambiguë. On a du mal à savoir si les juges ont pris en compte l'altération abstraite de décision par la fausse information et procédé, de manière cohérente avec le chef de préjudice posé, à une réparation forfaitaire, en s'appuyant simplement sur un pourcentage du dernier cours de bourse, ou bien s'ils ont, en fait, appliqué, en contradiction avec le chef de préjudice posé, une analyse fondée sur l'altération du cours de bourse exercée *ex ante* par la fausse information, en affectant à ladite fausse information une valeur proportionnelle de 10 % du cours. La motivation, assez lapidaire, ne permet pas de trancher... En outre, aucune explication n'est donnée sur les raisons ayant conduit le tribunal à retenir le pourcentage de 10 % du dernier cours de bourse, et aucune distinction n'est faite entre l'achat, la vente et la conservation - ces différentes décisions d'investissement n'étant même pas visées -, pas plus que n'est expressément précisée la période de diffusion de l'information litigieuse au cours de laquelle les décisions d'investissement auraient dû avoir lieu pour ouvrir droit à indemnisation⁵²⁹.

ii - L'affaire *Marionnaud* au civil

- 244 - **Contradiction entre le chef de préjudice retenu et l'indemnisation pratiquée.** Comme nous l'avons vu⁵³⁰, le Tribunal de commerce de Créteil dans sa décision du 19 janvier 2010 relative à l'affaire *Marionnaud*⁵³¹, a repris, tout en le précisant, le chef de préjudice dégagé par la jurisprudence *Sidel*, en estimant que la faute commise par la société « *était de nature à priver les détenteurs de titres MARONNAUD d'une chance de pouvoir arbitrer, à meilleur escient, leurs choix entre l'achat, la conservation ou la vente de titres* », et que le préjudice consiste en « *une perte de chance pour les actionnaires d'effectuer les arbitrages éclairés conformes à leur intérêt, ayant été privés de la possibilité d'arbitrer leurs actifs à bon escient* ». Le tribunal a approfondi, en outre, l'analyse de cette perte de chance en la

⁵²⁹ Le tribunal se contente d'indiquer : « *pour ces motifs, le Tribunal a retenu une indemnité à hauteur de 2 euros par action pour le montant du préjudice subi par les parties civiles. Ce chiffre correspond, compte tenu des circonstances et par application du principe de la réparation du dommage causé par l'infraction à 10 % du dernier cours de MARIONNAUD SA. La recevabilité des parties civiles est appréciée en fonction des pièces qu'elles ont produites, en particulier sur la preuve de la détention des titres Marionnaud au moment des faits* ».

⁵³⁰ Cf. *supra*.

⁵³¹ T. com. Créteil, 2^e ch., 19 janv. 2010, n° 2005F00978, Marionnaud Parfumeries, préc.

définissant « *comme la différence entre un environnement d'informations fiables par rapport à un environnement d'informations trompeuses* ». Il a ajouté enfin, de manière devenue classique, que le préjudice ne pouvait « *se confondre avec le montant de pertes subies lors de la revente de titres, en raison de l'aléa propre à tout investissement boursier* ». Toutefois, comme nous l'avons vu également, le tribunal n'a tiré ensuite en termes d'évaluation aucune conséquence de la définition du préjudice qu'il a posée : il n'a pas procédé à une évaluation forfaitaire d'une perte de chance abstraite d'arbitrer en connaissance de cause, mais s'est livré à une appréciation *ex post* de l'altération du cours de bourse par la fausse information.

245 - **Synthèse.** Les juges du fond ont donc fait preuve d'une grande incohérence après l'adoption de la jurisprudence *Sidel* : ils ont, en effet, retenu le préjudice d'altération abstraite de la décision, tout en n'en tirant aucune conséquence pratique en termes d'indemnisation. La Cour suprême allait toutefois avoir, dans l'affaire *Gaudriot*, l'occasion de consacrer l'altération abstraite de la décision.

2 - La consécration par la Cour suprême

246 - **La consécration de l'altération abstraite de la décision par la Cour suprême.** Après les premiers errements des juges du fond, l'analyse fondée sur l'altération abstraite de la décision a été consacrée par la Cour suprême d'abord dans l'affaire *Gaudriot* (a), puis dans l'affaire *Marionnaud* (b).

a - L'affaire *Gaudriot*

247 - **La consécration de l'altération abstraite de la décision par la Cour suprême dans l'affaire *Gaudriot*.** L'affaire *Gaudriot* a donné l'occasion en 2010 à la Cour de cassation de consacrer avec force l'altération abstraite de la décision par l'information, en censurant (ii) la décision rendue par les juges du fond (i).

i - La décision des juges du fond

248 - **La solution retenue en première instance.** Dans l'affaire *Gaudriot*, les dirigeants avaient, par des manœuvres délibérées, donné une image tronquée de la société et faussé l'opinion du public en publiant des comptes ne donnant pas une image fidèle des résultats de l'entreprise

faute d'avoir mis en place les outils de gestion fiables rendus nécessaires par un changement de méthode comptable et en diffusant des communiqués de presse très optimistes omettant de rappeler les réserves émises par les commissaires aux comptes relativement à l'absence des outils de gestion, qui n'avaient été rendues publiques que dans des supports de moindre diffusion.

En première instance⁵³², le Tribunal de grande instance de Guéret, statuant en matière commerciale, en explicitant en quoi le préjudice subi constitue bien un préjudice personnel de chaque actionnaire et non un préjudice de la société, définit la nature de celui-ci⁵³³ : « *attendu que s'il est traditionnellement considéré que la dépréciation des titres d'une société découlant des agissements délictueux de ses dirigeants constitue, non pas un dommage propre à chaque associé, mais un préjudice subi par la société elle-même (Com. 1^{er} avril 1997 n° 94-18912), il reste que les associés, trompés par des communiqués annonçant de substantiels bénéfices, puis dissimulant soigneusement la situation réelle de la société, ont perdu une chance d'investir ailleurs leurs économies, et ont bien subi un préjudice qui leur est personnel au sens des dispositions de l'article L. 225-252 précité* ». Le chef de préjudice retenu consiste donc en la perte de chance pour les actionnaires trompés par les informations mensongères d'investir ailleurs leurs économies. Il s'agit donc, quoique la formulation soit légèrement différente, de la perte de chance abstraite d'arbitrer en connaissance de cause ses décisions d'investissement dégagée par la jurisprudence dans l'affaire *Sidel*.

Toutefois, s'agissant de l'évaluation du préjudice, le tribunal n'en tire, une nouvelle fois, aucune conséquence : il fait droit à l'ensemble des demandes qui étaient, pour chaque actionnaire, de l'investissement réalisé, et indemnise ainsi la totalité des pertes subies par les investisseurs⁵³⁴. Cette évaluation du préjudice est non seulement en contradiction avec la perte de chance abstraite retenue qui, comme nous l'avons vu, ne peut entraîner qu'une réparation forfaitaire, mais également, de manière plus générale, avec la théorie de la perte de chance qui exige que la réparation accordée soit inférieure au montant du préjudice final. La cour d'appel ne pouvait manquer de réagir à cet égard.

⁵³² TGI Guéret, statuant en matière commerciale, 20 févr. 2007, n° 06/00052, Gaudriot, inédit : Banque et droit, mai-juin 2007, n°113, p. 45, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.-P. Bornet.

⁵³³ Sur cette question, v. *infra*.

⁵³⁴ Le tribunal a accordé aux 160 actionnaires demandeurs un montant de dommages-intérêts d'environ 1 400 000 euros.

249 - **La solution retenue en appel.** Dans son arrêt, la cour d'appel de Limoges⁵³⁵ commence par rappeler le caractère personnel du préjudice subi par les actionnaires trompés par les fausses informations et indique déjà que le préjudice est, au minimum, de l'investissement réalisé : « *subissent un préjudice personnel les actionnaires qui ont été incités à souscrire ou à conserver des titres par les manœuvres avérées des dirigeants ayant consisté à donner une vision tronquée de la situation de l'entreprise ; que le préjudice de ces actionnaires est alors, au minimum, de l'investissement qu'ils ont réalisé sur la base des renseignements inexacts portés à leur connaissance* ». Elle explicite ensuite sa décision : « *attendu par ailleurs, sur le préjudice, que si c'est improprement que le premier juge a considéré que le préjudice s'analysait en une perte de chance d'investir ailleurs leurs économies, alors qu'il est en réalité, comme rappelé précédemment, au minimum de l'investissement réalisé ensuite des informations tronquées portées à la connaissance des actionnaires, sa décision mérite cependant confirmation sur le montant des sommes allouées à titre de dommages et intérêts ; que le premier juge a en effet fait droit aux demandes qui lui étaient présentées, lesquelles correspondent, pour chacun des actionnaires, à l'investissement par lui réalisé* ».

La cour d'appel retient ainsi un tout autre chef de préjudice que les premiers juges. Elle écarte la perte de chance abstraite d'investir ailleurs ses économies et semble en fait considérer que les fausses informations ont été déterminantes des décisions d'investissement prises⁵³⁶, en posant une présomption de causalité implicite entre information et décision d'acquisition ou de conservation, ce qui justifie une indemnisation égale au minimum à l'investissement réalisé sur la base des fausses informations, comme l'avaient décidé les premiers juges, mais pour des motifs erronés. Elle abandonne, ce faisant, le raisonnement opéré dans l'affaire *Sidel* au profit de celui suivi dans les affaires *Comptoir des entrepreneurs* ou *Sedri* : elle prend en considération non plus l'altération abstraite, mais l'altération concrète déterminante de la décision, ce qui lui permet de justifier et de maintenir l'indemnisation généreuse accordée en première instance.

⁵³⁵ CA Limoges, ch. civ. 1^{re} sect., 6 oct. 2008, n° 07/00286, Gaudriot (texte intégral sur Dalloz jurisprudence).

⁵³⁶ La cour d'appel souligne en effet que l'investissement a été réalisé « *sur la base des renseignements inexacts* » ou « *ensuite des informations tronquées portées à la connaissance des actionnaires* ».

La cour d'appel s'écarte encore de la jurisprudence *Sidel* en considérant que les dirigeants ne peuvent « reprocher aux actionnaires le caractère spéculatif de leurs acquisitions ; que les petits porteurs sont fondés en effet tant à acquérir les titres d'une société qui a annoncé un très bon objectif de croissance qu'à acquérir ou conserver des titres en baisse dans un marché déprimé si les annonces qui leur sont faites sur les perspectives de croissance et d'augmentation du chiffre d'affaires sont optimistes, sauf à admettre que tout investissement en bourse relève d'une spéculation illégitime ». Elle estime ainsi, répondant aux arguments soulevés en défense par les dirigeants, que, compte tenu de la légitimité du caractère spéculatif de tout investissement en bourse, l'aléa boursier ne peut en aucune manière être retenu comme une cause de réduction ou de limitation du *quantum* de la réparation.

ii - La censure de la Cour de cassation

250 - La censure opérée par la Cour de cassation. La chambre commerciale de la Cour de cassation vient censurer, on ne peut plus clairement, l'analyse de la cour d'appel sur la nature du préjudice subi par les investisseurs : « attendu que 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 d'une société émettrice perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé ; attendu que l'arrêt retient que le préjudice des actionnaires ne s'analyse pas en la perte de 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 ; attendu qu'en statuant ainsi, la cour d'appel a violé le texte susvisé »⁵³⁷. Elle casse ainsi l'arrêt rendu par la Cour d'appel de Limoges et renvoie la cause et les parties devant la Cour d'appel de Poitiers.

251 - La volonté d'unifier la jurisprudence autour de l'altération abstraite de la décision. Appréciation critique. La Cour de cassation affirme ainsi, par un arrêt de principe, sa

⁵³⁷ Cass. com. 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, Gaudriot, Bull. civ. IV, n° 48, JurisData n° 2010-001500 ; Dr. sociétés, 2010, n° 6, comm. 109, M.-L. Coquelet ; RTDF, 2010, n° 2, p. 129, chron. N Rontchevsky ; D., 2010, p. 2797, chron. J.-C. Hallouin ; RTD civ., 2010, p. 575, note P. Jourdain ; RTD com., 2010, p. 374, note. P. Le Cannu et B. Dondero ; Rev. sociétés, 2010, p. 230, note H. Le Nabasque ; Lexbase hebdo éd. privée, n° 390, n° N7363BNZ, note J.-B. Lenhof ; D., 2010, p. 761, obs. A. Lienhard ; JCP E, 9 sept. 2010, n° 36, p. 1777, note D. Martin ; LPA, 19 nov. 2010, n° 231, p. 9, note A.-M. Romani ; RTD com., 2010, p. 407, note N. Rontchevsky ; Bull. Joly Bourse, 2010, n° 4, § 41, p. 316, note N. Rontchevsky ; JCP E, 2010, n° 20, 1483, comm. S. Schiller ; Bull. Joly Sociétés, 2010, n° 6, p. 537, note D. Schmidt ; RTDF, 2010, n° 2, p. 60, note N. Spitz ; RSC, 2011, n° 1, p. 110, note F. Stasiak ; Option Finance, 22 févr. 2010, n° 1075, p. 30, B. Zabala.

volonté d'unifier l'analyse, opérée par les juridictions du fond, du préjudice subi par l'investisseur qui acquiert ou conserve des titres cotés en bourse alors que des informations mensongères sont diffusées sur la société émettrice : il ne peut s'agir que d'une perte de chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé. Elle consacre donc, avec fermeté, l'altération abstraite de la décision par la fausse information et, partant, une réparation du préjudice limitée, inférieure en tout cas au préjudice final, c'est-à-dire aux pertes réalisées.

Si elle a été généralement approuvée par la doctrine⁵³⁸, cette décision est, à notre sens, critiquable en ce qu'elle apparaît restrictive, exagérément simpliste et assez arbitraire⁵³⁹. En

⁵³⁸ V. approuvant cette décision P. Le Cannu et B. Dondero, note sous Cass. com. 9 mars 2010, RTD com., 2010, p. 374 : « la question de l'évaluation du préjudice subi par les actionnaires en cas de diffusion d'informations erronées par les dirigeants est assurément délicate, au sens où il est impossible d'établir quelle serait l'indemnisation réparant exactement le préjudice subi par chaque actionnaire ou ancien actionnaire, voire celui subi par les actionnaires potentiels, qui n'auront pas réalisé un investissement à la suite des informations erronées communiquées par la société. Les situations à prendre en compte sont extrêmement variables. Cela explique sans doute que les principes fondamentaux de la responsabilité civile tendent à être infléchis par la jurisprudence dans le domaine particulier qui nous occupe, qui renonce en somme à une indemnisation exacte du préjudice. Le recours à la notion de perte de chance semble participer de cette logique, mais la solution est en réalité relativement rigoureuse, rappelant que le préjudice subi par ceux qui n'ont pas vendu leurs actions alors qu'ils auraient pu le faire, ou qui en ont acheté alors qu'ils auraient pu s'abstenir, ne peut être indemnisé de la totalité de la perte subie. L'abattement ne peut aucunement être calculé de façon objective, et les espèces sont à la fois trop variées et trop rares pour que des abaques satisfaisants puissent être dessinés ». Dans le même sens, A.-M. Romani, note sous Cass. com. 9 mars 2010, LPA, 19 nov. 2010, n° 231, p. 9 : « l'investissement boursier est par nature aléatoire et source de nombreuses incertitudes. Chaque actionnaire, confronté en temps opportun à la situation réelle de l'entreprise, va adopter un comportement qui lui est propre et que l'on ne peut prévoir. Dès lors, il ne serait pas "pleinement convaincant" de prétendre évaluer le préjudice subi en faisant la différence entre la valeur actuelle des titres et le prix payé sur la base d'informations erronées, donnant une image faussement florissante. La haute cour refuse d'évaluer le préjudice au "minimum de l'investissement réalisé" sur la foi des fausses informations. (...). La perte d'une chance est une solution rationnelle qui ouvre "des perspectives intéressantes". Les actionnaires vont pouvoir prétendre au bénéfice d'une indemnisation, certes, et par hypothèse, forfaitaire ». V. également S. Schiller, *L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée*, Dr. sociétés, 2009, étude n° 12, p. 6, évoquant les différents obstacles que la solution de la perte de chance permet de surmonter, telles « la difficulté à définir qui a réellement subi le préjudice (...), l'impossibilité pratique d'évaluer le réel préjudice de chacun et de faire une appréciation au cas par cas en présence de centaines de demandeurs » ; N. Rontchevsky, note sous Cass. com. 9 mars 2010, Bull. Joly Bourse, 2010, n° 4, p. 316, § 41 : « la perte de chance est aussi parfaitement adaptée au traitement d'un contentieux de masse, en l'absence d'action collective, et, en particulier, à la réparation du dommage découlant de la fausse information financière dont l'évaluation précise est très délicate, sauf à avoir recours à des logiciels ou à des expertises complexes, longues et coûteuses. La fixation de la réparation selon l'importance de la chance perdue n'exclut pas du reste de procéder à une évaluation pragmatique et nuancée des préjudices des différents investisseurs dont la situation peut être sensiblement différente du point de vue de l'impact de la fausse information sur la décision d'investissement. L'estimation de la chance perdue pourra ainsi varier entre un faible pourcentage des sommes investies (par exemple pour un préjudice tenant à la conservation des titres) et un pourcentage élevé des mêmes sommes aboutissant à une indemnisation proche de la différence entre le prix d'acquisition des titres et leur valeur après la révélation de la fraude ».

⁵³⁹ Adde N. Spitz, note sous Cass. com. 9 mars 2010, RTDF, 2010, n° 2, p. 60, spéc. n° 27 et s., qui qualifie la méthode d'évaluation retenue d'« arbitraire, injuste et inopportune ». V., en dernier lieu, rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., p. 18 à 52, critiquant sévèrement, mais avec beaucoup de pertinence, la jurisprudence de la Cour de cassation, en ce qu'elle utilise la notion de perte de chance de manière théoriquement erronée, afin d'aboutir à une réparation collective, forfaitaire et arbitraire, en contradiction avec le principe de réparation intégrale et sans rapport avec

effet, de par la généralité de la solution retenue, elle écarte purement et simplement la possibilité de réparer un préjudice d'altération de cours, sans s'en expliquer davantage, et n'envisage, au sein des préjudices d'altération de la décision, que les préjudices résultant d'une altération abstraite de la décision, à l'exclusion de toute altération concrète, notamment déterminante, de celle-ci⁵⁴⁰. Les investisseurs ont pu pourtant acheter trop cher les actions ou bien être déterminés à acheter du fait de la dissimulation des informations négatives concernant la société. En outre, la solution paraît arbitraire et conduira à l'indemnisation de préjudices particulièrement incertains, « *fantômes* » pour reprendre l'expression américaine, au mépris de la situation réelle et donc des préjudices véritablement subis par les investisseurs. Enfin, elle aboutira à une évaluation forfaitaire du préjudice, en contradiction avec le principe de réparation intégrale.

La raison de cette unification simplificatrice autour de la notion de préjudice intellectuel abstrait tient certainement à la volonté de la Cour de cassation de valider la méthode retenue fréquemment ces dernières années par les juridictions du fond, afin de leur permettre de répondre à la nécessité d'un traitement collectif de ces affaires caractérisées par un nombre important de demandeurs. La Cour suprême a ainsi pour objectif d'assurer une responsabilité civile effective sur le marché boursier au regard de sa fonction réparatrice, mais, sans doute, également dissuasive, la réparation d'un préjudice moral présumé et évalué forfaitairement pouvant constituer une sorte de peine privée. La solution a d'ailleurs été réitérée récemment dans le cadre de l'affaire *Marionnaud*.

b - L'affaire *Marionnaud*

252 - **La réitération de la solution par la Cour suprême dans l'affaire *Marionnaud*.** La Cour de cassation, approuvant cette fois les juges du fond (i), réitère en 2014 la solution de l'altération abstraite de la décision dans l'affaire *Marionnaud* (ii).

les véritables préjudices subis, et afin d'exercer, sous couvert de réparation, une fonction punitive sur les émetteurs alors que celle-ci doit relever du seul droit répressif administratif et pénal. Le rapport ajoute que la théorie de la perte de chance ne peut être utilisée, à bon escient, qu'en cas d'opportunité spécifique d'investissement alternatif plus lucratif. V., sur ce rapport, J. Klein, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées. Pour une meilleure appréhension du préjudice subi par les victimes*, JCP G, 13 avr. 2015, n° 15, p. 738. Nous partageons l'ensemble des critiques émises par ce rapport, mais nous nous démarquons en revanche des recommandations qu'il préconise (cf. *infra*).

⁵⁴⁰ V., en ce sens, N. Spitz, note sous Cass. com. 9 mars 2010, RTDF, 2010, n° 2, p. 60, spéc. n° 27 et s.

i - La décision des juges du fond

253 - **Les prétentions ambiguës de l'investisseur.** L'affaire *Marionnaud* a connu récemment un nouvel épisode dans son volet civil. En l'espèce, un investisseur institutionnel, une société d'assurance dénommée AFI ESCA, avait acquis 8 592 actions Marionnaud entre 2003 et 2004, c'est-à-dire pendant la période d'information défectueuse. Elle sollicitait ainsi auprès de la société Marionnaud réparation de son préjudice, consistant à avoir réalisé des arbitrages en méconnaissance de la situation financière et économique réelle de la société et donc à avoir perdu une chance d'arbitrer judicieusement entre l'achat, la vente ou la conservation des titres en cause. Ayant vendu la totalité de ses actions à la suite de la rectification informationnelle opérée par la société, elle évaluait, plus précisément, son préjudice à hauteur de 30 % du prix moyen d'achat desdites actions, soit environ 70 363 euros, compte tenu de la chute du cours dans cette proportion au lendemain de l'annonce publique de la situation réelle de la société ; elle retenait, à titre subsidiaire, la décote provoquée par cette annonce et égale à la différence entre le cours de 21,97 euros au jour de la suspension de la cotation et celui de 14,95 euros lors de la reprise du cours de bourse, soit 7,02 euros d'où un préjudice total qu'elle chiffrait à environ 58 769 euros.

Les prétentions avancées par la société d'assurance ne manquaient pas, en vérité, de susciter une certaine perplexité. En effet, d'un côté, soucieuse de respecter la jurisprudence *Gaudriot*, elle prenait bien soin de formuler le préjudice allégué comme un préjudice d'altération abstraite de sa décision, l'ayant privé d'arbitrer ses investissements en connaissance de cause. De l'autre, elle sollicitait en fait la réparation d'une sorte de préjudice d'altération du cours *ex post*, en se fondant soit sur la méthode de la valeur proportionnelle, soit à titre subsidiaire sur celle de la valeur fixe⁵⁴¹, puisqu'elle considérait que la surévaluation du cours avait été, tout au long de la période de fausse information, soit d'un pourcentage de 30 %, soit d'une valeur fixe d'environ 7 euros.

254 - **La décision des juges du fond : l'application stricte de l'altération abstraite de la décision.** Si le Tribunal de commerce de Paris avait, par une décision du 1^{er} avril 2011,

⁵⁴¹ Cf. *supra*.

déclaré l'action irrecevable pour défaut d'intérêt à agir⁵⁴², la Cour d'appel de Paris accepte, pour sa part, le principe de l'indemnisation mais en s'inscrivant dans la droite ligne de la jurisprudence *Gaudriot*⁵⁴³. D'une part, elle balaie sèchement l'argument soulevé, non sans une certaine finesse par la société Marionnaud, et qui tenait à l'absence de lien de causalité direct et certain entre la faute retenue et le préjudice allégué, le demandeur ne démontrant pas en quoi les informations inexactes avaient eu une influence sur sa décision d'acheter ou de conserver les titres, et ce d'autant plus que les achats avaient eu lieu au moment où le cours chutait. La cour d'appel lui réplique en effet de manière lapidaire que « *la société AFI ESCA a, de manière certaine, été privée de la possibilité d'effectuer des décisions d'investissement en connaissance de cause, et des arbitrages éclairés, en particulier en renonçant aux placements déjà réalisés* », peu important que les acquisitions avaient été effectuées alors que le cours chutait. On ne saurait mieux dire que l'exigence de causalité ne s'impose plus lorsque l'on retient un préjudice d'altération abstraite de la décision.

D'autre part, elle refuse de faire droit à la demande d'indemnisation de l'investisseur de la totalité de ses pertes et limite, de manière désormais classique, la réparation à un montant qu'elle évalue forfaitairement à 30 000 euros pour tenir compte de l'aléa que comportent les opérations d'investissement en bourse. Quoiqu'elle énonce que « *la réparation d'une perte de chance 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* », elle ne se livre en vérité aucunement au calcul d'une perte de chance, puisqu'elle ne prend ni la peine d'évaluer le préjudice final, ni d'estimer la probabilité avec laquelle l'investisseur aurait pris une autre décision d'investissement si les fausses informations n'avaient pas été délivrées, et qu'elle aurait dû appliquer audit préjudice final. Une fois encore, elle ne procède en fait qu'à la réparation forfaitaire d'un préjudice moral, et non à celle d'une véritable perte de chance, et ce sous le couvert fallacieux de l'aléa boursier⁵⁴⁴.

⁵⁴² Il avait considéré, en effet, que la société AFI ESCA ne démontrait pas que l'acquisition des titres Marionnaud avait été réalisée pour son compte propre et non pour le compte de tiers, dans le cadre de son activité de prévoyance et de capitalisation.

⁵⁴³ CA Paris, pôle 5 ch. 7, 19 mars 2013, n° 2011/06831, Société AFI ESCA c/ Société Marionnaud parfumeries et autres, JurisData n° 2013-004744 : JCP E, n° 22, 30 mai 2013, 1315, note critique D. Martin, estimant que la jurisprudence cède une fois encore à la facilité, plutôt que de se livrer à une évaluation, ardue mais plus satisfaisante, de l'altération initiale du cours de bourse.

⁵⁴⁴ V., sur ce point, les très fines explications de D. Martin, note préc.

ii - La réitération de la solution par la Cour de cassation

255 - **Les moyens du pourvoi.** A la suite de la décision de la Cour d'appel de Paris, la société Marionnaud se pourvoit en cassation en invoquant deux moyens : elle reprend, d'une part, l'argument relatif à la causalité, en soulignant qu'en l'absence de présomption de causalité, la diffusion d'informations fausses ou trompeuses ne peut justifier la condamnation de la société émettrice que si le caractère déterminant desdites informations sur les décisions d'investissement litigieuses est démontré ; elle invoque, d'autre part, que la continuité de la possession des titres par l'investisseur n'étant pas établie, celui-ci a pu en revendre certains pour en acheter d'autres et ainsi réaliser des plus-values de revente, ce qui est susceptible de remettre en cause le caractère certain du préjudice.

Une fois encore, ces arguments n'étaient pas dénués d'une certaine pertinence. En effet, si l'on veut bien admettre que, contrairement à ce qu'a affirmé la cour d'appel, la théorie de la perte de chance n'est pas véritablement appliquée en l'espèce, il faut nécessairement en conclure qu'est réparé soit un préjudice d'altération déterminante de la décision, ce qui requiert la preuve du caractère déterminant de l'information, à moins de le présumer ; soit un préjudice d'altération de cours, ce qui pose effectivement, comme on le verra, le problème aigu de la prise en compte des plus-values de revente⁵⁴⁵.

256 - **La réitération de la solution de l'altération abstraite de la décision par la Cour de cassation.** Ces moyens toutefois ne portent pas, la chambre commerciale de la Cour de cassation s'en tenant, dans une décision rendue en date du 6 mai 2014, au préjudice d'altération abstraite de la décision : *« mais attendu qu'ayant relevé que la société avait diffusé entre avril 2002 et décembre 2004 des communiqués mensongers de nature à gonfler artificiellement le cours de bourse et à inciter les actionnaires à acheter des titres à un cours supérieur à sa valeur réelle, ou à les conserver, et retenu que la société Esca avait été, de manière certaine, privée de la possibilité de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause et de procéder à des arbitrages éclairés, en particulier en renonçant aux placements déjà réalisés, la cour d'appel (...) a caractérisé le lien de causalité entre les*

⁵⁴⁵ Cf. *infra*.

fautes commises par la société et le préjudice, s'analysant en une perte de chance, subi par la société Esca »⁵⁴⁶.

La Cour de cassation réaffirme ainsi la solution qu'elle déjà avait énoncée avec force dans l'arrêt *Gaudriot* quatre ans auparavant, de sorte qu'il s'agit désormais d'une véritable « *jurisprudence* ». Non seulement la solution consistant dans l'altération abstraite de la décision a été consacrée par la Cour suprême, mais elle a également été approfondie par les juges du fond.

3 - L'approfondissement de l'altération abstraite par les juges du fond

257 - **La décision *Vivendi*. Les perfectionnements apportés.** Dans l'affaire *Vivendi*⁵⁴⁷, la 11^e chambre du tribunal correctionnel de Paris reprend en 2011, le chef de préjudice qu'elle avait dégagé à l'occasion de l'affaire *Sidel* : « *s'agissant des faits d'informations fausses ou trompeuses, la diffusion de telles informations, qui ont donné une image trompeuse de la dette du groupe et des possibilités qu'il avait de la résorber, ont entraîné chez les parties civiles une perte de chance d'effectuer des arbitrages plus judicieux que l'achat ou la conservation du titre Vivendi Universal* ». La formulation est certes un peu moins explicite quant à l'atteinte à la faculté d'arbitrer ses investissements en connaissance de cause, mais il s'agit toujours bien de la perte de chance de ne pas avoir effectué des arbitrages plus judicieux que l'achat ou la conservation du titre *Vivendi Universal*... En matière d'évaluation du préjudice,

⁵⁴⁶ Cass. com. 6 mai 2014, n° 13-17632 et 13-18473, Société Marionnaud parfumeries et autres c/ Société AFI ESCA, JurisData n° 2014-009959 ; Bull. Joly Bourse, juill. 2014, n° 7-8, p. 340, note A. Gaudemet, approuvant la solution au motif qu'une présomption de causalité apparaît justifiée dès lors qu'« *en général, la diffusion consciente d'une fausse information, a fortiori la manipulation d'un cours, ont pour objectif de tromper les investisseurs* », et surtout au motif qu'elle résulterait d'un choix de politique jurisprudentielle raisonné et tenant compte du particularisme des marchés boursiers et de l'investissement en bourse ; RDBF, 2014, comm. 156, note P. Pailler, approuvant également la solution au motif que la perte de chance « *constitue une garantie bienvenue pour les victimes de préjudices boursiers* », tant qu'un régime autonome de responsabilité n'a pas été adopté en droit des marchés financiers ; RTD com., 2014, p. 829, obs. N. Rontchevsky, considérant que la solution peut être adaptée « *dans un souci de rapidité, de simplicité et d'efficacité* », à condition toutefois qu'elle ne soit pas systématisée ; Rev. sociétés, 2014, p. 579, note E. Dezeuze et J. Trèves, critiquant la solution au motif qu'elle dispense les juridictions du calcul des véritables préjudices, au moyen d'une indemnisation forfaitaire sous couvert de perte de chance ; Bull. Joly Sociétés, 2014, p. 449, note S. Torck, regrettant notamment l'absence de distinction par la Cour de cassation entre le préjudice de surévaluation et le préjudice de décision. L'on notera toutefois que la décision est cassée sur un autre motif : la société Marionnaud avait en effet appelé en garantie ses dirigeants à l'instance, ce que la cour d'appel avait refusé en estimant que l'action était prescrite en application de la prescription triennale des actions en responsabilité à l'encontre des dirigeants sociaux à compter du fait dommageable ou de sa révélation (C. com., art. L. 225-254) ; la Cour de cassation la censure au motif que la prescription n'a pu commencer à courir avant la délivrance de l'assignation principale à l'encontre de la société, ce qui apparaît en pratique justifié.

⁵⁴⁷ T. corr. Paris, 11^e ch., 21 janv. 2011, *Vivendi Universal*, inédit ; Bull. Joly Sociétés, n° 3, p. 210, note J.-F. Barbiéri ; Bull. Joly Bourse, n° 4, p. 123, note J. Lasserre Capdeville.

le tribunal fixe, exactement comme dans l'affaire *Sidel*, l'indemnisation à intervenir à la somme forfaitaire de 10 euros par action, « *compte tenu de l'évolution du titre au cours de la période visée par la prévention, passé de 74 euros au 11 décembre 2000 à environ 21 euros fin juin 2002, (...) de l'aléa inhérent à toute opération boursière et du nombre limité de communications en cause* ». La volonté judiciaire est ainsi clairement affirmée de considérer le préjudice subi par les victimes de fausses informations délivrées au public comme une simple altération abstraite de la décision, indemnisée de manière forfaitaire, et de prendre en compte l'aléa boursier, de manière à limiter la réparation du préjudice à un montant inférieur au montant total des pertes subies par chaque investisseur.

La décision prise dans l'affaire *Vivendi* apporte, toutefois, des perfectionnements à l'altération abstraite de la décision, et en constitue ainsi l'aboutissement ultime, tant du point de vue de la généralité des décisions d'investissement envisagées (a), que de la présomption de causalité utilisée (b) et de la nature du préjudice retenu (c)⁵⁴⁸.

a - La généralité des décisions d'investissement envisagées

258 - **La généralité des décisions d'investissement envisagées.** Les juges font référence à toutes les décisions d'investissement envisageables, non seulement l'achat et la conservation, comme c'est traditionnellement le cas en matière d'information faussement positive, mais également la vente, alors que celle-ci n'a pas été visée dans la définition du préjudice, et lui réservent un traitement identique à l'achat et à la conservation. Chacune de ces trois décisions d'investissement donne lieu, en effet, à l'indemnisation forfaitaire prévue, à condition d'avoir été réalisée pendant la période de fausse information : « *le tribunal estime que la communication du 24 avril 2002 a pu poursuivre ses effets jusqu'au 1^{er} juillet 2002 s'agissant des arbitrages à effectuer par les actionnaires ; (...) le tribunal (...) déclarera irrecevable, au motif de la non-démonstration du lien direct entre l'infraction et le préjudice, toute constitution de partie civile d'actionnaire ne justifiant pas avoir acquis, conservé ou cédé des*

⁵⁴⁸ Précisons toutefois que cette décision a été partiellement infirmée par la Cour d'appel de Paris en 2014, s'agissant de la condamnation de M. Jean-Marie Messier, alors président-directeur général de Vivendi Universal, du chef de diffusion d'informations fausses et trompeuses, ce qui a remis en cause l'indemnisation des parties civiles. Toutefois, la censure n'a été opérée qu'au regard de la faute, de sorte que notre analyse sur le lien de causalité et le préjudice reste valable. V. CA Paris, pôle 5 ch. 12, 19 mai 2014, n° 11/03728, Vivendi Universal : RSC, 2015, p. 345, note F. Stasiak.

actions Vivendi Universal pendant la période située entre le 11 décembre 2000 et le 1^{er} juillet 2002 ».

Cette solution apparaît particulièrement surprenante concernant la vente puisque les actionnaires qui ont vendu leurs titres, alors que des informations exagérément optimistes étaient communiquées au marché, ont *a priori* plutôt fait une bonne affaire en cédant les titres à un cours surévalué. Elle ne peut se comprendre que si l'on tient compte du fait que le préjudice est analysé comme une simple atteinte à la faculté d'arbitrer ; tous les investisseurs qui ont été amenés à prendre des décisions d'investissement en rapport avec l'action Vivendi Universal pendant la période d'information faussement positive, qu'il s'agisse d'une décision d'achat, de conservation voire même de vente, doivent, dès lors, être considérés comme ayant subi un préjudice, puisqu'ils ont tous subi une atteinte à leur faculté d'arbitrer en connaissance de cause. L'on perçoit, à quel point, la solution aboutit à des résultats aléatoires, probablement fort éloignés des préjudices réellement éprouvés...

b - La présomption de causalité

259 - **Une présomption de causalité en lien avec la période litigieuse déterminée.** Les juges du fond font également un effort remarquable pour délimiter précisément la période de diffusion des fausses informations, ce qui ne ressortait pas aussi clairement des décisions précédentes⁵⁴⁹, et considèrent, comme cela se dessinait déjà dans la jurisprudence *Sidel*, que toute décision d'investissement doit avoir été concrétisée pendant cette période pour que soit reconnu un lien de causalité suffisant entre l'infraction et le préjudice : « *le tribunal estime que la communication du 24 avril 2002 a pu poursuivre ses effets jusqu'au 1^{er} juillet 2002 s'agissant des arbitrages à effectuer par les actionnaires ; (...) le tribunal (...) déclarera irrecevable, au motif de la non-démonstration du lien direct entre l'infraction et le préjudice, toute constitution de partie civile d'actionnaire ne justifiant pas avoir acquis, conservé ou cédé des actions Vivendi Universal pendant la période située entre le 11 décembre 2000 et le 1^{er} juillet 2002* ». Cela revient à poser une présomption, *a priori* irréfragable, de causalité : tout actionnaire ayant acquis, conservé ou cédé des titres Vivendi Universal pendant la période d'information publique défectueuse, est présumé avoir subi un préjudice découlant

⁵⁴⁹ À l'exception de l'affaire *Sedri* (cf. *supra*).

directement de cette information, sans que la preuve contraire ne puisse être apportée. Cela revient également à considérer qu'en dehors de cette présomption de causalité, aucune preuve d'un lien causal entre l'infraction et une autre décision d'investissement ne peut être apportée. La disparition de la causalité, que nous avons déjà notée à propos de l'affaire *Sidel*, apparaît ainsi plus que confirmée...

c - La nature du préjudice

260 - **La confusion du préjudice financier et du préjudice moral.** Le tribunal répond aux demandeurs qui sollicitent, outre la réparation d'un préjudice financier, la réparation d'un préjudice moral, que ces deux chefs de préjudice se confondent : *« les parties civiles (...) demandent au Tribunal de condamner les prévenus à leur payer, outre un préjudice financier (...), la somme de 3750 euros chacune au titre de leur préjudice moral compensant notamment la trahison de leur confiance ; que cette trahison de confiance se confondant avec le caractère trompeur des informations en cause, il y a lieu de débouter les parties civiles de ce chef »* ; *« le préjudice moral (...) ne se distingue pas en l'espèce du préjudice financier »* ; *« le tribunal considère que les souffrances endurées suite à la moins-value subie (...) se confondent avec le préjudice financier »*. Ce faisant, cette jurisprudence confirme bien ce que nous avons pressenti, à savoir que le préjudice indemnisé n'est plus qu'un préjudice moral. Elle apparaît ainsi comme la consécration ultime de la définition abstraite du préjudice.

261 - **Conclusion du Chapitre II et du Titre I.** Comme en droit américain, c'est le juge qui, en droit français, a aménagé la responsabilité civile pour information publique défectueuse sur le marché boursier, pour la rendre effective, en permettant un mode d'indemnisation collectif. Toutefois, le choix de politique jurisprudentielle a été radicalement opposé : aux Etats-Unis, c'est la réparation d'une altération du cours qui s'est imposée, alors qu'en France, c'est l'altération de la décision par l'information qui a été privilégiée.

La jurisprudence française a, en effet, consacré un type de préjudice particulièrement novateur, consistant dans l'altération abstraite de la décision, c'est-à-dire l'atteinte générale à la faculté et à la liberté d'arbitrer de l'investisseur. Le juge a ainsi profondément aménagé la responsabilité civile en cas d'information publique défectueuse, en instaurant en fait une présomption de causalité et de préjudice moral, indemnisé forfaitairement, afin de lui conférer une effectivité sur le marché boursier et lui permettre d'exercer ses fonctions réparatrice et

dissuasive – la réparation forfaitaire d'un tel préjudice moral conduisant naturellement à l'application d'une peine privée. La solution est aujourd'hui bien établie, ayant reçu l'onction de la Cour suprême à deux reprises.

Elle ne manque pas d'audace et d'inventivité, en ce qu'elle a osé adopter un type de préjudice particulièrement abstrait et intellectuel, mais adapté à la particularité de marchés financiers qui placent les investisseurs en situation constante d'arbitrage. Elle fait également preuve d'une certaine efficacité, en ce qu'elle a permis de faire face à un certain nombre de contentieux de masse, même si celui-ci reste limité. La solution est toutefois critiquable en raison de son caractère restrictif et arbitraire. En effet, elle ne permet la réparation que d'un seul type de préjudice, à l'exclusion de toute altération de cours ou de toute altération concrète de la décision par l'information. Elle s'avère, en outre, arbitraire, conduisant à la réparation de préjudices incertains, bien éloignés des préjudices véritablement éprouvés, et à une indemnisation forfaitaire, contraire au principe de la réparation intégrale.

Le système américain n'échappe pas plus à la critique. En effet, si l'aménagement opéré par le juge américain qui conduit à la réparation d'une altération de cours à travers la théorie de la fraude sur le marché, a connu un succès retentissant au regard du nombre d'actions collectives boursières engagées, il est aujourd'hui fortement contesté. On lui reproche, d'une part, de réparer des préjudices incertains, « *fantômes* », qui ne doivent leur existence qu'au recours à l'expertise économique. On lui reproche, d'autre part et de manière plus fondamentale, son manque d'efficacité tant en matière de réparation que de dissuasion, et les nombreux abus auxquels les actions collectives boursières donnent lieu. La critique est telle que la Cour suprême songe désormais sérieusement à le remettre en cause.

En conclusion, si dans les deux systèmes juridiques, l'aménagement opéré par le juge en matière de responsabilité civile sur le marché boursier a permis une certaine effectivité, les solutions adoptées sont largement critiquées. Aux Etats-Unis, on a même dépassé le stade de la critique, on est tout près d'abandonner la théorie de la fraude sur le marché, au regard de ses conséquences particulièrement néfastes dans le cadre d'un contentieux boursier massif. En France, on est encore loin d'une telle fracture, compte tenu du caractère encore limité de ce contentieux. Un certain nombre d'universitaires, d'experts ou de praticiens critiquent toutefois vigoureusement la solution originale consacrée par le droit français, en raison notamment de son caractère arbitraire et inopportun, et plaident, en un étrange renversement de situation,

pour l'adoption d'une réparation de l'altération de cours, à l'instar de la pratique américaine⁵⁵⁰...

L'on peut, dès lors, légitimement se demander si l'aménagement de la responsabilité civile sur le marché boursier, conduit à des résultats plus satisfaisants lorsqu'il est opéré par le législateur.

⁵⁵⁰ Cf. *infra*.

TITRE II - L'AMENAGEMENT PAR LE LEGISLATEUR

262 - L'aménagement de la responsabilité civile sur le marché financier par le législateur.

Comme on l'a dit, l'aménagement de la responsabilité civile peut également être l'œuvre du législateur lorsque celui-ci, estimant le droit commun mal adapté à une situation ou à un domaine spécifique, décide d'instaurer un régime spécial de responsabilité civile s'appliquant en lieu et place du droit commun. Les finalités recherchées peuvent être variées, mais il s'agit le plus souvent de faciliter l'indemnisation des victimes tout en préservant les intérêts économiques des responsables potentiels. Les marchés financiers, dont le particularisme oppose une forte réticence à l'application de la responsabilité civile, tout du moins en matière d'information publique défectueuse et d'abus de marché, apparaissent alors particulièrement susceptibles de faire l'objet d'un tel régime spécial. On pourrait ainsi imaginer que le législateur allège la tâche probatoire des investisseurs en y assouplissant les conditions de la responsabilité civile, notamment en matière de causalité et de préjudice, voire en fixant lui-même les modalités d'évaluation du dommage.

Le droit français ne s'est pas pour l'instant orienté dans cette voie, préférant maintenir les marchés financiers dans le giron du droit commun. Ces dernières années, de nombreux systèmes juridiques ont cependant fait le choix inverse et instauré un régime spécial, pour l'essentiel en matière d'information publique défectueuse. Tel a été le cas en Europe notamment des droits anglais et allemand, même s'il faut bien constater que les régimes spéciaux qu'ils ont mis en place sont avant tout des régimes « *alibis* » (**Chapitre I**). Tel a été le cas également du droit américain qui, de manière plus originale, a créé un régime spécial en matière d'opération d'initié, même si celui-ci a, à l'évidence, une finalité essentiellement dissuasive et non réparatrice (**Chapitre II**).

CHAPITRE I - LES REGIMES SPECIAUX « ALIBIS » EN CAS D'INFORMATION PUBLIQUE DEFECTUEUSE EN DROITS ALLEMAND ET ANGLAIS

263 - **Des régimes spéciaux « alibis ».** On l'a dit, l'essentiel des obligations d'information à la charge des sociétés cotées provient aujourd'hui du droit européen : la directive Transparence s'agissant des informations périodiques, la directive Abus de marché s'agissant des informations permanentes ou *ad hoc*. Pourtant, les exigences posées par ces textes en matière de responsabilité civile restent très limitées⁵⁵¹, d'où une grande diversité de solutions à travers les différents Etats membres⁵⁵². Ainsi, contrairement à ce qu'il en est, en droit de la concurrence, s'agissant des violations des pratiques anticoncurrentielles⁵⁵³, l'Union européenne n'impose pas la mise en place d'un régime spécial de responsabilité civile en matière d'information financière⁵⁵⁴.

Aussi certains pays, notamment l'Allemagne et le Royaume-Uni, ont-ils mis en place des régimes légaux spéciaux en matière d'information publique défectueuse sur le marché secondaire. Il est vrai que dans ces systèmes juridiques, où la responsabilité civile est dominée par un principe de relativité aquilienne, l'introduction de tels régimes a eu pour conséquence de créer un nouveau droit d'action au profit des investisseurs. Toutefois, ces régimes restent, en vérité, largement des régimes « alibis »⁵⁵⁵, auxquels le législateur n'a pas vraiment donné

⁵⁵¹ Directive Transparence, art. 7 : « les Etats membres veillent à ce que la responsabilité des informations à élaborer et à publier conformément aux articles 4, 5, 6 et 16 incombe au moins à l'émetteur ou à ses organes d'administration, de direction, ou de surveillance et à ce que leurs dispositions législatives, réglementaires et administratives en matière de responsabilité s'appliquent aux émetteurs, aux organes visés par le présent article ou aux personnes responsables au sein des émetteurs ». La directive 2013/50/UE, ayant révisé la directive Transparence, n'a pas modifié cet article (v. Directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013, JOUE L 294/13, 6 nov. 2013). La directive Abus de marché de 2003, tout comme le nouveau dispositif européen Abus de marché (cf. *supra*, en introduction), ne prévoient, pour leur part, pas de disposition spécifique en matière de responsabilité civile.

⁵⁵² Sur le droit européen, v. A. Sotiropoulou, *op. cit.*, plaidant pour une recommandation européenne en faveur d'un régime de responsabilité civile en matière d'information financière. Adde K. Deckert, *op. cit.*, p. 523 et 524, favorable à un régime harmonisé de sanctions ; C. Gerner-Beuerle, *United in Diversity. Maximum vs. minimum harmonisation in EU securities regulation*, *Capital Markets Law Journal*, 7(3), 2012, p. 317 ; M. Casper, *The Significance of the Law of Tort with the Example of Civil Liability for Erroneous ad hoc Disclosure, in Compensation of Private Losses. The Evolution of Torts in European Business Law*, dir. R. Schulze, Sellier – European Law Publishers, 2011, p. 91, spéc. p. 93 et 94 ; T.M.J. Möllers, *The Progress of German Information Disclosure Requirements*, *N.C.J. Int'l L. & Com. Reg.*, vol. 30, 2004, p. 280, spéc. p. 297 et s.

⁵⁵³ Cf. *supra*, en introduction.

⁵⁵⁴ Cf. *infra*, toutefois, relativement aux agences de notation.

⁵⁵⁵ Au Canada, en revanche, plusieurs provinces, dont celle du Québec, ont adopté des régimes spéciaux de responsabilité civile relatifs au marché secondaire et favorables aux investisseurs, en s'inspirant notamment de celui de l'Ontario entré en vigueur en 2005 (*Ontario Securities Act, Part XXIII.1*). Le régime mis en place en Ontario est particulièrement favorable aux investisseurs en ce qu'il présente les caractéristiques suivantes : champ d'application large en termes de comportements appréhendés (fausse information, omission), de

d'efficacité, faute d'avoir adopté des présomptions relatives aux conditions de la responsabilité posant difficulté, le lien de causalité et le préjudice, pour se concentrer essentiellement sur la faute, qui n'est pourtant guère problématique en la matière. Tel est le cas, avec des modalités variables, aussi bien en droit allemand (**Section I**), qu'en droit anglais (**Section II**).

Section I - Le régime spécial allemand

264 - **Considérations liminaires. Généralités sur la responsabilité civile délictuelle en droit allemand.** La caractéristique principale du droit allemand en matière de responsabilité civile délictuelle (*Deliktsrecht*) est l'absence de clause générale de responsabilité pour faute analogue à celle de l'article 1382 du Code civil français⁵⁵⁶ : comme la *common law*, le droit allemand est dominé par le principe de relativité aquilienne. Trois régimes principaux coexistent ainsi au sein du *Bürgerliches Gesetzbuch (BGB)*, c'est-à-dire le Code civil allemand⁵⁵⁷ : la responsabilité pour atteinte à une valeur ou un droit absolu, tel que la vie, le corps, la santé, la liberté ou la propriété, prévue à l'article 823 alinéa 1⁵⁵⁸ ; la responsabilité pour violation d'une loi protectrice (*Schutzgesetz*) prévue à l'article 823 alinéa 2, la mise en

défendeurs potentiels (émetteur, dirigeants sociaux, personnes en mesure d'exercer une influence comme les actionnaires de contrôle, experts, etc.) ; responsabilité sans faute dans certaines situations ; présomption de causalité (*reliance*) ; dispositions détaillées sur la méthode de calcul du préjudice fondée sur le cours de bourse pendant les 10 jours à compter de la rectification (avec un plafonnement dans certains cas). Le régime adopté au Québec, par une modification en 2007 de la Loi sur les valeurs mobilières afin d'y intégrer une action en responsabilité civile sur le marché secondaire (et non plus seulement, sur le marché primaire), est sensiblement identique (v., notamment, S. Rousseau, *Régimes de responsabilité civile : divulgation sur les marchés primaire et secondaire, Valeurs mobilières*, JurisClasseur Québec, fasc. 13 ; du même auteur, *Etude du recours statutaire en responsabilité civile pour le marché secondaire des valeurs mobilières au Québec*, (2009) 43 R.J.T. 709). E. Ferran, *Are US-style investor suits coming to the UK?*, *Journal of Corporate Law Studies*, oct. 2009, p. 315, spéc. p. 330 et s., comparant les exemples du Canada et de l'Australie, fait toutefois observer que le régime spécial de l'Ontario prévoit en revanche des exigences procédurales dissuasives. Notamment, dans le but d'éliminer les actions dépourvues de caractère sérieux ou infondées, le demandeur doit obtenir l'autorisation du tribunal pour poursuivre son action, ce qui suppose d'établir qu'elle est de bonne foi et qu'elle présente une probabilité raisonnable de succès ; en outre, les coûts du procès reposent sur la partie qui succombe. Elle conclut que, dans le régime spécial de l'Ontario, les exigences procédurales semblent mettre à mal les dispositions pourtant favorables aux investisseurs prévues par le droit substantiel. Elle ajoute que, par comparaison, le droit australien, qui présente pourtant des dispositions substantielles plus contraignantes, est dans l'ensemble plus favorable compte tenu de certaines facilités procédurales (action collective, modes de financement de l'action en justice). Pour plus de détails sur le droit australien, v. notamment E. Boros, *Public and private enforcement of disclosure breaches in Australia*, (2009) 9 *Journal of Corporate Law Studies* 409.

⁵⁵⁶ M. Fromont, *Droit allemand des affaires : droit des biens et des obligations, droit commercial et du travail*, Montchrestien, coll. Domat droit privé, 2001, n° 89.

⁵⁵⁷ F. Ferrand, *Droit privé allemand*, Dalloz, coll. Précis droit privé, 1997, n° 366, décrivant ces régimes comme trois « *petites clauses générales* ».

⁵⁵⁸ Cette référence à l'atteinte à une valeur ou un droit absolu est inconnue du droit français, pour lequel la lésion de tout intérêt, quel qu'il soit, doit être indemnisée (v. F. Ferrand, *op. cit.*, n° 367).

œuvre de la responsabilité exigeant dans ce cas de combiner cette disposition générale avec une autre norme de protection, c'est-à-dire une norme dont la finalité est au moins en partie la protection des intérêts d'une personne ou d'une catégorie de personnes autre que l'auteur de la violation de la norme⁵⁵⁹ ; et la responsabilité pour atteinte intentionnelle aux bonnes mœurs (*vorsätzliche sittenwidrige Schädigung*)⁵⁶⁰ prévue à l'article 826.

265 - **La responsabilité civile en matière d'information financière**⁵⁶¹. Le principe de relativité aquilienne qui gouverne le droit allemand, et notamment l'existence d'un principe de

⁵⁵⁹ V. F. Ferrand, *op. cit.*, n° 378, qui traduit l'article 823 alinéa 2 du *BGB* de la façon suivante : « *la même obligation (de réparer) s'impose à celui qui viole une loi tendant à la protection d'autrui. Si d'après la loi, une violation de cette dernière est possible même sans faute, l'obligation de réparer n'intervient qu'en présence d'une faute* » ; K. Deckert, *op. cit.*, p. 532. Selon F. Ferrand, *ibid.*, plusieurs conditions sont requises pour que cette disposition trouve à s'appliquer : il doit d'abord exister une norme de protection, c'est-à-dire une norme juridique tendant à la protection des intérêts de l'individu et non pas seulement de la communauté ; la norme de protection doit avoir été violée au détriment d'une victime qui faisait partie des individus que la norme tendait à protéger et qui a subi le dommage que la norme cherchait à éviter, la difficulté à cet égard pouvant être de déterminer la finalité de la norme ; l'existence d'une faute. F. Ferrand, *op. cit.*, n° 379, ajoute qu'en pratique, l'alinéa 2 de l'article 823 ne présente un intérêt que pour indemniser les violations de droits de créance ou du patrimoine qui, en tant que droits relatifs et non absolus, ne relèvent pas de la protection de l'alinéa 1^{er}.

⁵⁶⁰ V. F. Ferrand, *op. cit.*, n° 380, qui traduit l'article 826 du *BGB* de la façon suivante : « *quiconque cause intentionnellement un dommage à autrui de façon contraire aux bonnes mœurs est tenu de réparer le dommage en résultant* ». Elle ajoute que, parmi les trois petites clauses générales du droit allemand, cet article est considéré comme la seule clause véritablement générale en matière de responsabilité civile délictuelle. Elle précise toutefois que cette disposition n'a pas une portée aussi générale que celle de l'article 1382 du Code civil français, puisqu'elle se limite aux atteintes intentionnelles et que les faits ne sont pas mesurés à l'aune de l'illicéité mais de la moralité. Adde M. Fromont, *op. cit.*, n° 92, qui relève qu'aucune des trois petites clauses générales du droit allemand n'a ainsi le caractère absolu de l'article 1382 du Code civil qui prévoit la responsabilité civile pour toute faute ou négligence dès lors qu'elle a causé un dommage. Selon F. Ferrand, *op. cit.*, n° 381, l'application de cette disposition requiert deux conditions : une faute intentionnelle (*Vorsatz*) ; et une attitude contraire aux bonnes mœurs (*Sittenwidrigkeit*), appréciée par les juges au vu de l'évolution de la morale. Elle ajoute que l'idée qui a présidé à la rédaction de l'article 826 est que des faits qui ne déclencheraient pas une responsabilité délictuelle de leur auteur sur le fondement de l'article 823 mais qui pourtant iraient à l'encontre des « *conceptions morales de tous les hommes justes et équitables* » doivent être sanctionnés. Elle précise enfin que les hypothèses d'application de l'article 826 sont très nombreuses et diversifiées, allant du versement de pots de vin à toutes manipulations, fraudes, dol, délivrances d'informations, renseignements, conseils ou expertises sciemment inexacts. S'agissant de l'élément intentionnel, selon M. Fromont, *op. cit.*, n° 102, l'article 826 exige que l'auteur du dommage ait eu l'intention de nuire (c'est-à-dire qu'il ait su qu'en agissant, il infligeait un dommage à autrui - la jurisprudence se contente toutefois du fait que l'auteur ait envisagé le dommage comme possible et l'ait accepté, selon F. Ferrand, *ibid.*) et qu'il ait eu conscience d'agir contrairement à la morale. M. Fromont, *ibid.*, ajoute enfin qu'est requise l'existence d'un lien de cause à effet entre le comportement immoral de l'un et le dommage subi par l'autre, ce dommage pouvant être un simple préjudice pécuniaire.

⁵⁶¹ Compte tenu du caractère limité de nos capacités en langue allemande, les développements qui suivent ont été tirés principalement d'articles et d'ouvrages en langues française et anglaise. Sur la responsabilité pour information financière défectueuse en général, il s'agit des articles suivants : M.-P. Weller, *Civil liability for incorrect capital market information – An antagonism between freedom and liability*, RTDF, n° 1, 2013, p. 44 ; M. Casper, *The Significance of the Law of Tort with the Example of Civil Liability for Erroneous ad hoc Disclosure, in Compensation of Private Losses. The Evolution of Torts in European Business Law*, dir. R. Schulze, Sellier – European Law Publishers, 2011, p. 91 ; T.M.J. Möllers, *The Progress of German Information Disclosure Requirements, N.C.J. Int'l L. & Com. Reg.*, vol. 30, 2004, p. 280 ; D. Reidenbach, *Executives' Liability for Incorrect Ad Hoc Announcements, German Law Review*, vol. 5, n° 9, 2004, p. 1081. Sur la responsabilité de certains acteurs du marché, mais traitant aussi de la responsabilité pour information financière défectueuse en général, il s'agit de : B. Haar, *Civil Liability of Credit Rating Agencies – Regulatory All-or-Nothing Approaches Between Immunity and Over-Deterrence, White Paper Series No. 1, SAFE*, 2013, disponible sur http://safe-frankfurt.de/uploads/media/Haar_Civil_Liability_of_CRA_01.pdf ; C. Gerner-Beuerle, *The Market for Securities and Its Regulation Through Gatekeepers*, 23 *Temp. Int'l & Comp. L.J.* 317 (2009) (v.,

responsabilité pour violation d'une norme de protection prévu à l'article 823 alinéa 2 du *BGB*, prend une importance particulière au regard de la réglementation financière. En effet, celle-ci étant souvent édictée dans l'intérêt du marché, il conviendra, pour chaque règle, de déterminer si elle peut être considérée comme ayant, en partie au moins, pour finalité la protection de l'intérêt des investisseurs. C'est à cette seule condition qu'elle pourra servir de fondement à une action en responsabilité civile. La responsabilité civile en matière financière sera ainsi fortement marquée par ce dualisme entre protection de l'intérêt de l'investisseur et protection de l'intérêt du marché.

Eu égard à l'information financière, c'est l'obligation permanente d'informer le marché de toute information privilégiée ou *ad hoc*, prévue par l'article 15 du *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)*⁵⁶², qui a plus particulièrement suscité l'intérêt de la jurisprudence, de la doctrine et du législateur. La jurisprudence ayant considéré que l'article 15 du *WpHG* ne protégeait que l'intérêt du marché en tant qu'institution et non les investisseurs particuliers⁵⁶³, de sorte que les actions en responsabilité civile ne pouvaient être engagées en la matière qu'en vertu des principes généraux du droit civil, elle a admis l'application de l'article 826 du *BGB*⁵⁶⁴ à

du même auteur, le même article sous une forme réduite, *Underwriters, Auditors, and Other Usual Suspects: Elements of Third Party Enforcement in US and European Securities Law*, ECFR, 4/2009, p. 476). Nous sommes également largement fondés sur les ouvrages suivants : A. Sotiropoulou, *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit de l'Union européenne*, *op. cit.* ; K. Deckert, *La sollicitation publique des investisseurs en droits communautaire, français et allemand*, *op. cit.* ; J. Redenius-Hoevermann, *La responsabilité des dirigeants dans les sociétés anonymes en droit français et droit allemand*, préf. M. Germain, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 517, 2010. A titre informatif, pour une étude exhaustive du régime allemand, v. A. Hellgardt, *Kapitalmarktdeliktsrecht. Haftung von Emittenten, Biatern, Organwaltern und Marktintermediären – Grundlagen, Systematik, Einzelfragen*, Mohr Siebeck, 2008.

⁵⁶² Le *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)* du 9 septembre 1998 est la loi allemande relative à la négociation de valeurs mobilières. Elle énonce les principes et exigences fondamentaux relatifs aux transactions financières et au comportement des participants du marché.

⁵⁶³ Notamment dans les décisions rendues dans l'affaire *Infomatec* (cf. *infra* ; v. D. Reidenbach, art. préc., p. 1083), la Cour fédérale de justice a considéré, en effet, que l'article 823 alinéa 2 du *BGB* ne pouvait s'appliquer en cas de violation de l'article 15 du *WpHG*, en se fondant sur l'alinéa 6 dudit article proscrivant toute action en responsabilité civile (avant la modification opérée par la Quatrième loi de promotion financière du 26 juin 2002 (*Vierte Finanzmarktförderungsgesetz*, *BGBI*, 2002, p. 2010), ayant supprimé cet alinéa). Si la question a pu être débattue, la doctrine majoritaire considère aujourd'hui que cet article ne constitue pas une norme de protection (cf. K. Deckert, *op. cit.*, p. 532 et s. ; M. Casper, art. préc., p. 92).

⁵⁶⁴ Cette jurisprudence a été adoptée par la Cour fédérale de justice allemande (*Bundesgerichtshof*) dans les différentes décisions relatives à l'affaire *Infomatec* (*BGH*, 19 juill. 2004, *II ZR 218/03, Infomatec I* ; *BGH*, 19 juill. 2004, *II ZR 402/02, Infomatec II* ; *BGH*, 19 juill. 2004, *II ZR 217/03, Infomatec III*), dans l'affaire *EM.TV* (*BGH*, 9 mai 2005, *II ZR 287/02, EM.TV*), et dans les différentes décisions relatives à l'affaire *ComROAD* (*BGH*, 28 nov. 2005, 15 févr. 2006 et 20 févr. 2006, *II ZR 80/04, ComROAD I* ; *BGH*, 15 févr. 2006, *II ZR 246/04, ComROAD II* ; *BGH*, 26 juin 2006, *II ZR 153/05, ComROAD III* ; *BGH*, 4 juin 2007, *II ZR 147/05, ComROAD IV* ; *BGH*, 4 juin 2007, *II ZR 173/05, ComROAD V* ; *BGH*, 7 janv. 2008, *II ZR 229/05, ComROAD VI* ; *BGH*, 7 janv. 2008, *II ZR 229/05, ComROAD VII* ; *BGH*, 3 mars 2008, *II ZR 310/06, ComROAD VIII*). Ces différentes affaires concernaient des actions engagées par des investisseurs contre des sociétés de la nouvelle économie inscrites sur le Nouveau marché (*Neuer markt*) de la bourse de Francfort (ouvert en 1997 et fermé en 2002), dont les titres, après une forte croissance, avaient connu une importante baisse, et qui avaient communiqué de fausses informations au marché, notamment des états financiers inexacts (v. D. Reidenbach, art.

l'obligation d'information permanente, dans des actions en responsabilité civile dirigées à la fois contre l'émetteur et les dirigeants sociaux⁵⁶⁵. Cette solution a donné lieu à de multiples décisions, qui se sont notamment prononcées sur la nature du préjudice et sur le lien de causalité.

Le législateur allemand a par ailleurs décidé en 2002 d'introduire un dispositif spécial ouvrant un droit d'action en responsabilité civile pour manquement à l'obligation d'information permanente, en cas d'omission ou de diffusion de fausse information, aux paragraphes 37b et 37c du *WpHG*⁵⁶⁶. Les questions relatives à la définition du préjudice et à la causalité se posant de manière relativement identique au regard de l'article 826 du *BGB* et des articles 37b et 37c du *WpHG*, les deux dispositifs seront examinés simultanément, en précisant si nécessaire les particularités. De manière générale, il ressort de la jurisprudence que, pour l'essentiel, elle privilégie la réparation d'une altération concrète de la décision (**Paragraphe 1**). La doctrine, en revanche, se montre plus divisée entre les différents types de préjudice envisageables (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - La préférence pour l'altération concrète de la décision

266 - **La préférence pour l'altération concrète de la décision.** La jurisprudence a rendu un certain nombre de décisions, en se fondant généralement sur la violation intentionnelle des bonnes mœurs prévue à l'article 826 du *BGB*⁵⁶⁷, en matière d'information permanente

préc., p. 1081 ; sur les faits ayant donné lieu à certaines de ces affaires, v. également P.S. Ryan, *Understanding Director & Officer Liability in Germany For Dissemination of False Information: Perspectives From An Outsider*, *German Law Journal*, vol. 4, n° 5, 2003, p. 439). Dans une affaire récente *IKB* (*BGH*, 13 déc. 2011, XI ZR 51/10), la Cour fédérale de justice s'est toutefois fondée sur l'article 37b du *WpHG* (cf. *infra*). En outre, une affaire, relative à l'offre publique avortée de Volkswagen par Porsche, est pendante (v. *LG Braunschweig*, *Az.* : 5 Q 2894/11 et *Az.* : 5 O 1110/11). V., citant ces affaires récentes, M.-P. Weller, art. préc., p. 44.

⁵⁶⁵ La Cour fédérale de justice a admis dans l'affaire *Infomatec* que l'article 826 du *BGB* pouvait être utilisé également à l'encontre des dirigeants sociaux (v., *inter alia*, K. Deckert, *op. cit.*, p. 536).

⁵⁶⁶ Cf. *infra*.

⁵⁶⁷ La Cour fédérale de justice a par ailleurs écarté les autres fondements applicables. Elle a considéré notamment que l'article 823 alinéa 2 du *BGB* ne peut s'appliquer en cas de violation ni de l'article 15 du *WpHG* (cf. *supra*), ni de l'article 20a de la même loi (correspondant à l'ancien article 88 du *Börsengesetz*, c'est-à-dire la loi boursière allemande, relatif à la manipulation de cours, cf. *infra*), ce dernier article n'ayant pas été édicté dans l'intérêt de l'investisseur qui ne se trouve protégé que par ricochet. V., s'agissant de l'article 20a du *WpHG*, *BGH*, 13 déc. 2011, *IKB*, préc., cité par M.-P. Weller ; et, s'agissant de l'ancien article 88 du *Börsengesetz*, les décisions rendues dans les affaires *Infomatec* et *EM-TV*, selon D. Reidenbach, art. préc., p. 1083 et M.-P. Weller, art. préc., p. 46. La Cour de justice fédérale a également retenu que ni la jurisprudence civile sur la responsabilité en matière de prospectus en général, ni les dispositions légales spéciales en matière de prospectus financier, à savoir les articles 44 et 45 du *Börsengesetz* (cf. *infra*), ne peuvent être utilisées s'agissant d'une information *ad hoc*, dès lors que celle-ci, relative à des événements spécifiques, ne peut pas être vue comme un prospectus censé donner l'impression de délivrer une information complète, c'est-à-dire abordant tous les faits pertinents

défectueuse⁵⁶⁸. L'écueil aurait donc pu consister à cet égard, pour les investisseurs, dans les exigences élevées tenant à la faute, puisque cette disposition requiert en principe la conscience d'enfreindre la morale et la volonté de causer le dommage. La jurisprudence a toutefois fait preuve de souplesse en la matière, considérant généralement que le caractère manifestement erroné d'une information suffisait à caractériser l'atteinte intentionnelle aux bonnes mœurs⁵⁶⁹. Tel n'a pas été le cas en revanche s'agissant de la preuve du lien de

relativement à une décision d'investissement (v., ainsi, les décisions rendues dans l'affaire *Infomatec*, citées par D. Reidenbach, art. préc., p. 1083, et *BGH*, 13 déc. 2011, *IKB*, préc., cité par M.-P. Weller, art. préc., p. 46). Dans le même ordre d'idées, la Cour fédérale de justice a également considéré, notamment dans l'affaire *Infomatec*, que l'article 400 alinéa 1 n° 1 du *Aktiengesetz*, la loi allemande sur les sociétés par actions, relatif à la présentation inexacte ou à la dissimulation de la situation financière de la société, n'était pas applicable au motif que cette disposition exige une présentation complète, qui permette d'avoir une vue d'ensemble sur la situation financière de l'entreprise et donne une impression d'intégralité, ce qui n'est pas le cas d'une information *ad hoc* (v., à ce sujet, D. Reidenbach, art. préc., p. 1084 ; v. également K. Deckert, *op. cit.*, p. 534 et 535, considérant que cette disposition, telle qu'interprétée par la jurisprudence, peut s'appliquer à des rapports annuels ou semestriels, mais pas à une information *ad hoc*). Enfin, la Cour fédérale de justice a estimé que le délit pénal de fraude prévu à l'article 263 du *Strafgesetzbuch (StGB)*, c'est-à-dire le Code pénal allemand, s'il constituait bien une norme de protection, n'était pas applicable dans la mesure où l'émetteur ou le dirigeant social diffusant une fausse information financière n'en bénéficie pas d'une manière similaire à une personne commettant classiquement une fraude envers son cocontractant puisque, faute de relation contractuelle avec l'investisseur, le bénéfice éventuel que peut tirer la société ou le dirigeant, par exemple d'une augmentation du cours de bourse du fait de l'information *ad hoc*, ne résulte pas directement du préjudice subi par la victime de la fraude (v. notamment D. Reidenbach, art. préc., p. 1084 ; K. Deckert, *op. cit.*, p. 535). D'autres fondements ont également pu être invoqués. K. Deckert, *op. cit.*, p. 532, ajoute également que l'article 823 alinéa 1 du *BGB* ne peut pas, en principe, trouver à s'appliquer, faute d'atteinte à un droit absolu, puisque généralement la diffusion de fausses informations n'entraîne que des atteintes au patrimoine, mais qu'il pourrait toutefois en être autrement en cas de violation des droits découlant de la qualité de membre de la société, par exemple les droits politiques de l'actionnaire.

⁵⁶⁸ Les dispositions de droit commun s'appliquent aux autres types d'information, notamment l'information périodique. Le législateur allemand n'a donc pas estimé nécessaire, au moment de la transposition de la directive Transparence, d'adopter de règles spécifiques en matière d'information périodique, en considérant que le droit commun de la responsabilité civile répondait aux exigences de l'article 7 de ladite directive (cf. *supra*). V. A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 484, citant U. Ehrlicke, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung in Deutschland*, in K.J. Hopt & H.-C. Voigt, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung : Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA*, Mohr Siebeck, 2005, p. 187, spéc. p. 303.

⁵⁶⁹ De manière générale, la Cour fédérale de justice considère en effet qu'il est suffisant, au titre de l'intention, que l'auteur ait eu connaissance de l'inexactitude de l'information et ait pris sciemment le risque que l'information ait une influence sur la décision d'investissement des investisseurs potentiels. Elle se contente d'un dol éventuel, en n'exigeant pas que la personne sache ni quelles personnes ni combien de personnes vont concrètement subir un préjudice (cf. K. Deckert, *op. cit.*, p. 549 et J. Redenius-Hoeverman, *op. cit.*, n° 209 ; v., par exemple, *BGH*, 19 juill. 2004, *II ZR 218/03, Infomatec I*). L'article 826 du *BGB* exigeant une violation des bonnes mœurs, il existe cependant une controverse au sein de la doctrine allemande sur le point de savoir si la seule diffusion délibérée d'une information erronée (ou, plus encore, la seule omission délibérée d'une information), peut tomber sous le coup de cette disposition, ou s'il faut également que l'auteur ait recherché un profit personnel, un intérêt propre. V. ainsi M. Casper, art. préc., p. 96, estimant que, hors de la sphère contractuelle ou précontractuelle, dans laquelle c'est une information personnalisée et non standardisée qui est délivrée, il n'existe, entre les parties, aucune relation de confiance qui puisse justifier la mise en œuvre de la responsabilité civile au titre de l'article 826 du *BGB*, en l'absence d'un élément supplémentaire tel que la recherche d'un intérêt propre (par exemple, une vente qui se fait à un prix plus élevé du fait de la fausse information, ou la dissimulation de fautes de gestion que les dirigeants auraient commises). *Adde* K. Deckert, *op. cit.*, p. 547, et J. Redenius-Hoevermann, *ibid.*, observant que la Cour fédérale de justice n'exige pas la recherche d'un intérêt propre dans ses décisions mais y fait référence en tant qu'indice permettant de corroborer la contrariété aux bonnes mœurs. Concernant l'élément subjectif, K. Deckert *op. cit.*, p. 544, est favorable, de manière générale, à une limitation de la responsabilité à la faute intentionnelle ou à la négligence grave au motif, premièrement, qu'une telle limitation est nécessaire lorsqu'une norme de comportement n'atteint pas un degré suffisant de précision, ce qui est le cas, selon elle, de l'obligation d'information sur les marchés financiers ;

causalité⁵⁷⁰ et de la définition du préjudice⁵⁷¹, qui ont suscité les principales difficultés. La jurisprudence a, en effet, privilégié pour l'essentiel la réparation en nature d'une altération concrète de la décision (**B**) en exigeant, d'un point de vue causal, la preuve effective d'une telle altération (**A**), ce qui a généralement empêché toute indemnisation, étant donné que le dispositif légal spécial s'est abstenu de traiter véritablement le problème du préjudice et du lien de causalité.

A - L'exigence probatoire d'une altération concrète de la décision

267 - **L'exigence probatoire d'une altération concrète de la décision.** La jurisprudence a exigé la preuve effective d'une altération concrète de la décision de l'investisseur, au titre de l'article 826 du *BGB* (**1**). Le législateur a, de fait, maintenu la même exigence, en s'abstenant de poser une présomption de causalité, au titre du dispositif spécial du *WpHG* (**2**).

1 - L'exigence prétorienne au titre de l'article 826 du *BGB*

268 - **L'exigence probatoire d'une altération concrète de la décision au regard de l'article 826 du *BGB*.** Comme dans les autres systèmes juridiques, la causalité est, en droit allemand, au cœur des difficultés relatives à la mise en œuvre de la responsabilité pour une information publique défectueuse sur le marché secondaire, le législateur n'ayant pas prévu de renversement, ni même d'assouplissement, de la charge de la preuve en la matière⁵⁷². Consciente de la difficulté, la Cour fédérale de justice (*Bundesgerichtshof*) n'a pourtant pas, non plus, souhaité opérer un tel renversement. En effet, tout en observant que, comme toute décision, une décision d'investissement est influencée par une grande variété de facteurs, à la

deuxièmement, que la responsabilité doit être moins sévère sur le marché secondaire que sur le marché primaire ; et enfin, troisièmement, qu'une telle limitation évite une dissuasion excessive. Elle observe en outre qu'aux États-Unis, la *scienter*, exigée au titre de la faute, exclut également la négligence légère (cf. *supra*).

⁵⁷⁰ V. M. Casper, art. préc., p. 112 et s.

⁵⁷¹ A titre de remarque, le préjudice généré par l'information financière défectueuse est également considéré, en droit allemand, comme un préjudice économique pur en ce qu'il n'affecte ni des choses tangibles ni des droits absolus (par exemple, la santé, la vie, la propriété, la liberté). V. sur ce point M. Casper, art. préc., p. 92 et s. ; S. Kalss, *Recent developments in civil liability for nondisclosure of capital market information*, *International Review of Law and Economics*, 2007, n° 27, p. 70, spéc. p. 77 et s., considérant que le préjudice découlant de l'information financière défectueuse représente typiquement un préjudice économique pur. Sur la réticence générale du droit allemand à réparer le préjudice économique pur, v. S. Kalss, art. préc., p. 70.

⁵⁷² Il en est d'ailleurs de même au regard du dispositif spécial prévu par les articles 37b et 37c du *WpHG* (cf. *infra*).

fois rationnels et irrationnels, et que dans beaucoup de situations, il est impossible pour un investisseur de prouver l'existence d'un lien de causalité entre la décision d'investissement et la fausse information⁵⁷³, elle s'est pourtant refusée à poser une présomption d'altération de la décision par une information *ad hoc*, qui dispenserait les investisseurs d'avoir à apporter cette preuve.

La question portait plus précisément sur le point de savoir si pouvait être appliquée, à une information *ad hoc*, la théorie allemande dite du « *climat d'investissement* » (« *Anlagestimmung* ») développée par la jurisprudence en matière de prospectus. Selon cette théorie, un prospectus d'émission, de par l'importance des informations qu'il contient, influence les acteurs du marché et peut ainsi créer un climat d'investissement⁵⁷⁴, une disposition à investir chez les investisseurs vis-à-vis d'un titre particulier, ce dont on peut déduire une présomption réfragable d'influence de la décision d'investissement par le prospectus, dispensant les investisseurs de prouver cette influence effective⁵⁷⁵. En raison de la

⁵⁷³ V. notamment l'affaire *Infomatec*. Sur ces décisions, v. D. Reidenbach, art. préc., p. 1081. Dans cette affaire, l'émetteur, la société Infomatec, avait publié plusieurs communiqués faisant état de faits significatifs mensongers, notamment celui relatif à un ordre d'achat de grande ampleur. L'information avait par la suite été corrigée en assemblée générale mais ne l'avait été publiquement que bien plus tard. Des investisseurs ayant acheté des actions peu de temps après l'annonce mensongère ont poursuivi les dirigeants sociaux, l'émetteur étant tombé en faillite, en alléguant n'avoir acheté des actions Infomatec qu'en raison des fausses informations diffusées par la société auxquelles ils avaient cru, et ce alors même que certains d'entre eux avaient acheté les titres plusieurs mois après la diffusion des informations litigieuses. La majorité des demandeurs avaient ensuite revendu les titres en réalisant une perte en raison de la chute du cours. Deux demandeurs détenaient encore leurs titres qui ne valaient plus que quelques cents d'euro. La plupart des demandeurs ont succombé en première instance ou bien en appel, les juges se fondant notamment sur l'absence de preuve que les défendeurs avaient agi délibérément avec l'intention de causer le préjudice, ou que les demandeurs s'étaient bien fondés sur la fausse information.

⁵⁷⁴ En français, le terme est traduit, selon les auteurs, par différentes expressions telles que « *climat d'investissement* », « *climat propice à l'investissement* », « *atmosphère d'investissement* », « *humeur générale d'investissement* », « *ambiance de placement* » ou « *disposition à investir* ».

⁵⁷⁵ Pour plus de détails, v. notamment T.M.J. Möllers, art. préc., p. 311, expliquant (et citant de nombreuses décisions en ce sens) que la jurisprudence avait déjà posé, avant toute intervention législative en la matière, une présomption d'altération de la décision par le recours à la théorie du climat d'investissement, relativement au prospectus, c'est-à-dire du prospectus au sens général d'information faite au public sur la société, et non de prospectus au sens financier de document publié lors de l'émission de nouveaux titres sur le marché. En effet, selon un principe général de droit civil, toute personne peut être tenue responsable pour des informations publiques telles que des brochures, dépliants, ou journaux, sur le fondement de la responsabilité précontractuelle : cette responsabilité est dite « *allgemeine Prospekthaftung* » ou « *bürgerlichrechtliche Prospekthaftung* ». Selon cette théorie, le prospectus publié crée un certain climat d'investissement (*Anlagestimmung*), c'est-à-dire une certaine disposition, une certaine attitude vis-à-vis d'un titre particulier, qui permet de présumer que le prospectus incorrect a été la raison de l'achat des titres par les investisseurs. Il ajoute que la jurisprudence n'avait toutefois pas précisé de critère temporel, c'est-à-dire de durée pendant laquelle la transaction pouvait avoir lieu après l'émission pour que la présomption s'applique. Le législateur est depuis intervenu en matière boursière, par la Troisième loi de promotion financière du 24 mars 1998 (*Drittes Finanzmarktförderungsgesetz*, *BGBI.*, I, 1998, p. 529), pour prévoir, aux articles 44 et 45 du *Börsengesetz*, un renversement de la charge de la preuve au profit des investisseurs, s'agissant des transactions ayant eu lieu dans les six mois de l'émission des actions. La présomption est toutefois réfragable puisque la société conserve la possibilité de prouver qu'en réalité l'investisseur ne s'est pas fondé sur le prospectus. Après l'écoulement du délai de six mois, l'investisseur ne peut plus former aucune demande. *Adde* K. Deckert, *op. cit.*, p., 551 et 552,

difficulté de la preuve de la causalité et de l'absence d'assouplissement prévu en la matière par le législateur, une partie de la doctrine a appelé de ses vœux, dans le but de faciliter la mise en œuvre de la responsabilité civile, l'extension de cette théorie, élaborée pour le marché primaire, à l'information permanente délivrée sur le marché secondaire, en se fondant en particulier sur la théorie de l'efficacité des marchés financiers⁵⁷⁶. L'idée générale est donc que certaines informations, de par leur importance, peuvent créer un véritable climat d'investissement sur le marché, une attitude générale du marché vis-à-vis d'un titre, incitant les investisseurs à prendre une décision d'investissement, ce qui justifie de poser une présomption réfragable selon laquelle l'investisseur a acheté ou vendu un titre du fait de l'information fautive.

La théorie du climat d'investissement s'apparente ainsi à la théorie américaine de la fraude sur le marché aussi bien du point de vue de sa finalité que des moyens utilisés, en ce qu'elle permet d'écarter, elle aussi, l'exigence d'une preuve d'une altération effective de la décision, par le recours à une présomption, en s'appuyant sur les forces du marché. Certes, d'un côté, on se contente de relever l'importance de l'information qui aura pour conséquence d'exercer une influence sur les acteurs du marché et donc de créer un climat d'investissement ; de l'autre, on entre davantage dans l'analyse du fonctionnement de ces forces de marché, en considérant que le marché joue le rôle d'agent des investisseurs en élaborant un cours représentatif de l'ensemble des informations publiques, cours sur lequel les investisseurs vont directement se fonder, et donc indirectement sur lesdites informations publiques. Le raisonnement est quelque peu différent, mais dans les deux théories, on s'appuie d'une certaine manière sur le caractère collectif du marché pour contourner la difficulté de l'analyse relative à la décision personnelle d'investissement. On remarquera toutefois que la théorie du climat d'investissement ne peut s'appliquer qu'aux informations suffisamment importantes

qui explique que la théorie du climat d'investissement repose sur l'idée que lors d'une émission de titres, le prospectus contient et donc couvre l'ensemble des informations relatives à l'émetteur et audit titre, ce qui crée un climat d'investissement, lequel devient, indépendamment de la connaissance individuelle du prospectus, typiquement causal pour chaque décision d'achat. Elle ajoute que l'adoption de cette théorie a résulté d'une prise de conscience qu'en pratique l'investisseur privé moyen n'étudie que rarement le prospectus, souvent trop long, complexe et difficilement compréhensible, et fait plutôt dépendre sa décision d'investissement d'autres circonstances telles que l'existence d'un climat positif de la bourse ou de la délivrance de conseils généraux. Adde B. Haar, art. préc., p. 5.

⁵⁷⁶ V. M. Casper, art. préc., p. 97, citant notamment, au sein de la doctrine allemande, T. Baums, *Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes*, ZHR, t. 167, 2003, p. 139, spéc. p. 180 et s. ; H. Fleischer, *Zur deliktsrechtlichen Haftung der Vorstandsmitglieder für falsche Ad-hoc-Mitteilungen*, DB, 2004, n° 38, p. 2031, spéc. p. 2034.

pour créer un tel climat, alors que la théorie de la fraude sur le marché s'applique en principe à toutes les informations susceptibles d'exercer une influence sur le cours, ce qui constitue à première vue une exigence moindre en termes d'« importance ».

La Cour fédérale de justice rejette toutefois, pour l'essentiel, dans les trois affaires *Infomatec*, *EM-TV* et *ComROAD*, l'application de la théorie du climat d'investissement à l'information permanente délivrée sur le marché secondaire, de même d'ailleurs que celle du dispositif légal spécial des articles 44 et 45 du *Börsengesetz*⁵⁷⁷. L'argument principalement invoqué tient au caractère incomplet des informations *ad hoc* qui, à la différence de celles contenues dans un prospectus, n'ont ni pour objet ni pour effet d'informer les investisseurs de manière exhaustive sur tous les faits relatifs à l'émetteur ou au titre qui seraient pertinents au regard d'une éventuelle décision d'investissement. Autrement dit, selon la Cour fédérale de justice, le régime de responsabilité en matière de prospectus n'est pas applicable à des informations *ad hoc*, car celles-ci n'informent pas les investisseurs de toutes les circonstances relatives à une décision d'investissement, mais se limitent plutôt à de nouveaux faits ou à certains faits importants, de sorte que, sur le marché secondaire, la décision d'investissement d'un investisseur potentiel est principalement la conséquence de sa volonté individuelle⁵⁷⁸. Une information *ad hoc* n'est donc pas susceptible, pour la Cour, de créer un climat d'investissement, hormis circonstances particulières⁵⁷⁹. Les demandeurs restent donc tenus

⁵⁷⁷ V. notamment K. Deckert, *op. cit.*, p. 551 et s. Adde M. Casper, art. préc., p. 98, insistant plus particulièrement sur les affaires *EM-TV* et *ComROAD* ; B. Haar, art. préc., p. 5 et 6 ; M.-P. Weller, art. préc., p. 47 et 48. Adde J. Redenius-Hoevermann, *op. cit.*, n° 214, qui indique que la jurisprudence demeure très réservée quant à admettre la théorie du climat d'investissement, la Cour fédérale de justice ayant notamment refusé dans sa décision *ComROAD III* du 26 juin 2006 d'appliquer la figure de l'ambiance de placement en cas de responsabilité fondée sur l'article 826 du *BGB*.

⁵⁷⁸ V. K. Deckert, *op. cit.*, p. 552, citant *BGH*, 19 juill. 2004, *Infomatec II*, préc. ; *BGH*, 26 juin 2006, *ComROAD III*.

⁵⁷⁹ Il est vrai toutefois que la Cour fédérale de justice n'écarte pas totalement la possibilité que des informations *ad hoc* puissent créer un climat d'investissement justifiant une présomption d'altération de la décision ou tout du moins un assouplissement de la preuve, puisqu'elle atténue quelque peu l'exigence probatoire en acceptant que des circonstances particulières, telles que l'importance de l'information et la proximité temporelle entre la publication de l'information et l'achat, puissent servir d'indices de cette altération (v. D. Reidenbach, art. préc., et M. Casper, art. préc., citant l'affaire *Infomatec* ; K. Deckert, *op. cit.*, p. 553 et s., citant aussi l'affaire *Infomatec* mais également les décisions relatives à l'affaire *ComROAD*). La cour ne détaille cependant pas précisément dans quelles circonstances cela pourrait être le cas, ni la période durant laquelle la transaction devrait avoir lieu après la diffusion de l'information. Elle précise simplement que l'effet des informations se réduit avec l'écoulement du temps et que ce climat d'investissement devrait se terminer, au plus tard, lorsqu'une autre information deviendrait plus pertinente que l'information *ad hoc* en question au regard de l'évaluation des actions (v. notamment K. Deckert, *op. cit.*, p. 554, citant *BGH*, 19 juill. 2004, *Infomatec II*, préc.). Pour plus de détails sur la durée pouvant être admise au regard de la jurisprudence, v. K. Deckert, *op. cit.*, p. 554 et 555, (citant notamment *BGH*, 19 juill. 2004, *Infomatec II*, préc., dans laquelle l'achat de titres six ou neuf mois après la publication litigieuse n'a pas été jugé suffisant), et concluant que la cour n'accepte de faciliter la preuve de la causalité entre l'information et la décision d'investissement que dans des conditions très étroites. Adde J.

d'apporter la preuve de la causalité entre l'information, ou l'omission, et la décision d'investissement, y compris en cas de fautes graves particulièrement graves, mêmes répétées⁵⁸⁰, ce qui requiert, selon la Cour, une analyse détaillée au cas par cas. La Cour fédérale de justice précise également, dans l'affaire *ComROAD*, que la confiance générale des investisseurs concernant l'intégrité de la formation du prix de marché qui a été déçue, sur laquelle repose la théorie américaine de la fraude sur le marché, ne saurait être suffisante au titre de la causalité et pourrait conduire à une extension illimitée du champ d'application de la responsabilité civile pour violation des bonnes mœurs de l'article 826 du *BGB*⁵⁸¹. La jurisprudence allemande se refuse donc, pour l'instant, à adopter une théorie qui s'apparenterait à la théorie américaine de la fraude sur le marché, dans le but de faciliter les actions en responsabilité civile sur le marché secondaire⁵⁸². Elle aboutit ainsi à une protection de l'investisseur moindre que celle qu'assure le droit américain, dès lors qu'elle requiert, dans le souci de limiter la mise en œuvre de la responsabilité civile, la preuve de l'altération concrète de la décision.

2 - L'exigence légale au titre du dispositif spécial du *WpHG*

269 - Le dispositif légal spécial en matière d'information permanente : les articles 37b et 37c du *WpHG*. A la suite des divers scandales boursiers ayant eu lieu notamment sur le Nouveau

Redenius-Hoevermann, *ibid.*, qui estime en tout état de cause que si la figure de l'ambiance de placement devait être appliquée, il conviendrait de retenir une période très courte afin d'éviter les abus de la part des investisseurs et la transfert des risques du marché des investisseurs aux défendeurs.

⁵⁸⁰ V. K. Deckert, *op. cit.*, p. 553, évoquant l'affaire *ComROAD*.

⁵⁸¹ V., citant l'affaire *ComROAD*, K. Deckert, *op. cit.*, p. 553 ; M. Casper, art. préc., p. 98, B. Haar, art. préc., p. 6. Adde C. Gerner-Beuerle, art. préc., p. 355 et 356, citant notamment la décision *ComROAD III*, préc., dans laquelle la Cour estime qu'étant donné que l'article 826 du *BGB* peut être invoqué par n'importe quelle personne à l'encontre d'un groupe indéfini de défendeurs, les limitations nécessaires doivent provenir d'une conception restrictive de la causalité. Il ajoute que cette interprétation restrictive a été guidée par le souci de la cour d'empêcher l'article 826 du *BGB* de devenir une disposition anti-fraude générale qui pourrait se saisir de tous les comportements et qui accroîtrait significativement le risque de mise en cause de la responsabilité civile des professionnels du marché. V. déjà, à propos de l'affaire *Infomatec*, D. Reidenbach, art. préc., p. 1091 et s.

⁵⁸² V., notamment, les observations du professeur B. Haar, art. préc., p. 5 et 6. Cet auteur explique qu'en matière d'information *ad hoc*, les exigences causales diffèrent considérablement de la présomption de grande portée adoptée par la jurisprudence en matière de prospectus défectueux, la Cour de justice fédérale allemande requérant jusqu'à présent la preuve d'une altération effective de la décision en refusant d'adopter tout raisonnement qui s'apparenterait à la théorie de la fraude sur le marché américaine. Elle observe toutefois que la cour a récemment, dans sa décision *IKB*, modifié sa jurisprudence en présumant la pertinence de l'information au regard de la fixation du cours de bourse pour les marchés hautement volatils (*BGH*, 13 déc. 2011, *IKB*, préc.). V., sur cette décision, A. Hellgardt, *Praxis- und Grundsatzprobleme der BGH-Rechtsprechung zur Kapitalmarktinformatiionshaftung*, *DB*, 2012, p. 673 ; K.U. Schmolke, *Die Haftung für fehlerhafte Sekundärinformation nach dem « IKB » - Urteil des BGH*, *ZBB*, 2012, p. 165, cités par M.P. Weller, art. préc., p. 44. Elle en conclut toutefois que, de manière générale, le problème de la causalité est loin d'être réglé en droit allemand.

marché de la bourse de Francfort, le législateur allemand a, par la Quatrième loi relative à la promotion des marchés financiers du 21 juin 2002⁵⁸³, introduit les articles 37b et 37c au sein du *WpHG* prévoyant expressément un droit d'agir en responsabilité civile au titre des violations de l'article 15 de la même loi relatif à l'obligation d'information permanente à la charge des sociétés cotées. Ces deux règles peuvent être considérées comme des exceptions au principe selon lequel l'article 15 du *WpHG* ne protège que l'intérêt du marché⁵⁸⁴, adoptées dans le but d'inciter les sociétés à respecter leur obligation d'information permanente. Plus précisément, l'article 37b couvre le cas de l'omission⁵⁸⁵ tandis que l'article 37c vise celui de la diffusion de fausse information⁵⁸⁶.

⁵⁸³ *Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, BGBl.*, I, 21 juin 2002, p. 2010, entrée en vigueur au 1^{er} juillet 2002. Selon T.M.J. Möllers, art. préc., p. 302, il semble que l'Allemagne ait été le premier Etat à introduire des dispositions légales spéciales en matière de responsabilité civile pour défektivité des informations *ad hoc*. Cette loi apporte notamment plusieurs modifications au *WpHG*. Outre l'introduction des articles 37b et 37c, elle vient aussi renforcer les dispositions légales relatives à la manipulation du marché, en introduisant un article 20a, qui remplace l'article 88 du *Börsengesetz*, rarement appliqué (v. notamment U. Janssen & H. Harrer, *Important changes to the German Securities Trading Act following the enactment of the Fourth Financial Markets Promotion Act, International Company and Commercial Law Review*, 2002, p. 413). L'article 20a du *WpHG* prohibe ainsi, pour l'essentiel, la diffusion d'informations significatives fausses ou l'omission d'informations significatives, la réalisation de transactions ou la passation d'ordres susceptibles de délivrer des signaux faux ou trompeurs affectant l'offre, la demande ou le cours de bourse ou de créer un niveau de prix artificiel, ainsi que la commission de tous autres actes de tromperie susceptibles d'influencer le marché ou le cours de bourse (v. la traduction en anglais proposée par la BAFIN, sur http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/wphg_101119_en.html).

⁵⁸⁴ V. M. Casper, art. préc., p. 92.

⁵⁸⁵ L'article 37b du *WpHG* peut être traduit de la façon suivante : « (1) Si un émetteur d'instruments financiers admis aux négociations sur une bourse allemande s'abstient de publier sans délai une information privilégiée qui affecte directement l'émetteur, il sera tenu d'indemniser une tierce partie du préjudice résultant de l'omission si ladite tierce partie 1. a acheté les instruments financiers après l'omission et les détient encore après la diffusion de l'information omise ou 2. a acheté les instruments financiers avant l'existence des faits constituant une information privilégiée et les vend après l'omission. (2) Les émetteurs qui peuvent prouver que l'omission a été faite ni délibérément ni du fait d'une négligence grave ne seront pas tenus responsables des préjudices mentionnés à l'alinéa (1). (3) Les demandes en indemnisation fondées sur l'alinéa (1) seront nulles si, dans le cas de l'alinéa (1) n° 1, la tierce partie connaissait l'information omise à la date de l'achat et si, dans le cas de l'alinéa (1) n° 2, la tierce partie connaissait l'information omise à la date de la vente. (4) Les demandes en indemnisation fondées sur l'alinéa 1 sont soumises à une prescription d'un an à compter de la date à laquelle la tierce partie a eu connaissance de l'omission, et en tout état de cause de trois ans à compter de l'omission. (5) Cela sans préjudice de demandes fondées sur la responsabilité contractuelle ou la responsabilité délictuelle pour faute intentionnelle conformément aux dispositions du droit civil (...) » (traduction libre tirée de la traduction en anglais proposée par la BAFIN, sur http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/wphg_101119_en.html).

⁵⁸⁶ L'article 37c du *WpHG* peut être traduit de la façon suivante : « (1) Si un émetteur d'instruments financiers admis aux négociations sur une bourse allemande publie, conformément à l'article 15, une fausse information privilégiée qui affecte directement l'émetteur, il sera tenu d'indemniser une tierce partie du préjudice résultant du fait que cette tierce partie a tenu cette information pour exacte, si ladite tierce partie 1. a acheté les instruments financiers après la publication et les détient encore au moment où il devient publiquement connu que l'information était inexacte ou 2. a acheté les instruments financiers avant la publication et les vend avant qu'il ne devienne clair que l'information était inexacte. (2) Les émetteurs qui peuvent prouver qu'ils n'avaient pas connaissance de l'inexactitude de l'information privilégiée et que cette absence de connaissance ne constituait pas une négligence grave ne seront pas tenus responsables des préjudices mentionnés à l'alinéa (1). (3) Les demandes en indemnisation fondées sur l'alinéa (1) seront nulles si, dans le cas de l'alinéa (1) n° 1, la tierce partie connaissait l'inexactitude de l'information à la date de l'achat et si, dans le cas de l'alinéa (1) n° 2, la tierce partie connaissait l'inexactitude de l'information à la date de la vente. (4) Les demandes en

Le champ d'application *ratione personae* et des articles 37b et 37c du *WpHG* est toutefois limité tant du point de vue des responsables, puisqu'il ne couvre que les émetteurs⁵⁸⁷ - ce qui exclut notamment les dirigeants sociaux⁵⁸⁸ -, ayant commis une faute intentionnelle⁵⁸⁹ ou de négligence grave, que du point de vue des victimes⁵⁹⁰. Le standard est donc moins élevé que celui du paragraphe 826 du *BGB* qui requiert la preuve de l'immoralité et exclut la négligence grave. Toutefois, la simple négligence (*leichte Fahrlässigkeit*) est exclue au motif que la société ne dispose que peu de temps pour décider si une information privilégiée doit être

indemnisation fondées sur l'alinéa 1 sont soumises à une prescription d'un an à compter de la date à laquelle la tierce partie a eu connaissance de l'inexactitude de l'information, et en tout état de cause de trois ans à compter de la publication. (5) Cela sans préjudice de demandes fondées sur la responsabilité contractuelle ou la responsabilité délictuelle pour faute intentionnelle conformément aux dispositions du droit civil (...) » (traduction libre tirée de la traduction en anglais proposée par la BAFIN, sur http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/wphg_101119_en.html).

⁵⁸⁷ V. K. Deckert, *op. cit.*, p. 540, constatant qu'une partie de la doctrine critique le fait pour des actionnaires de pouvoir engager la responsabilité de la société émettrice, mais considérant pour sa part que, dans le cadre des articles 37b et 37c du *WpHG*, le législateur allemand ne traite pas l'investisseur lésé comme un actionnaire mais comme un tiers.

⁵⁸⁸ Depuis 2001, la doctrine allemande discute de la nécessité de la mise en œuvre de la responsabilité civile des dirigeants pour manquement à leurs obligations d'information sur le marché secondaire. Plusieurs projets de réforme ont été proposés. La commission gouvernementale dite « *Corporate Governance* », dirigée par le professeur Theodor Baums, a, dès 2001, retenu une responsabilité des dirigeants sociaux pour faute intentionnelle (*Vorsatz*) ou négligence grave (*große Fahrlässigkeit*) dans le cadre de leurs obligations d'information financière ou d'une diffusion volontaire, cette responsabilité étant exclusive de celle de l'émetteur, et un plafonnement de responsabilité. En 2002, le 64^e Congrès des juristes allemands s'est, sur la base des propositions émises par cette commission, prononcé également en faveur de l'introduction d'une telle disposition, en considérant toutefois que la responsabilité du dirigeant pouvait être mise en cause parallèlement à celle de l'émetteur. Le législateur allemand a repris ces recommandations en 2004 dans le projet de loi *Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz* (*Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz*, *NZG*, 2004, p. 1042), dit « *KapInHag* », portant sur la responsabilité personnelle des dirigeants sociaux pour information financière défectueuse sur le marché secondaire. Le projet de loi prévoyait que l'émetteur, ainsi que les membres des organes de direction, d'administration et de surveillance de l'émetteur pouvaient être tenus responsables pour toute diffusion d'une information erronée ou omission, en cas de faute intentionnelle ou de négligence grave. Le projet prévoyait en outre un plafonnement de la responsabilité civile des dirigeants au quadruple de la rémunération annuelle. Le projet couvrait les différents types d'informations délivrées sur le marché secondaire. L'opposition du patronat a toutefois eu raison de ce projet - alors même que la responsabilité civile des dirigeants sociaux était pourtant déjà prévue par les articles 44 et suivants du *Börsengesetz* en matière de prospectus -, au motif que la place financière allemande en sortirait affaiblie du fait d'une responsabilité excessive des dirigeants. Il a été répondu que le projet était en fait équilibré puisque la responsabilité ne pouvait être mise en œuvre qu'en cas de négligence grave ou de faute intentionnelle, et que la limitation des dommages-intérêts à quatre années de rémunération était raisonnable, permettant de sanctionner réellement le dirigeant, sans le conduire pour autant à la ruine (une limite fixée à une valeur chiffrée aurait été inadaptée car les rémunérations peuvent être très différentes d'une société à une autre). En l'état actuel du droit positif, la responsabilité civile des dirigeants sociaux ne peut donc être mise en œuvre qu'en application du droit commun, notamment de l'article 826 du *BGB* relatif à l'atteinte intentionnelle aux bonnes mœurs. Ces développements sont tirés pour l'essentiel de J. Redenius-Hoevermann, *op. cit.*, n° 215 et s., et de M. Germain et J. Redenius-Hoevermann, *Questions actuelles sur la responsabilité des dirigeants de société en Allemagne et en France*, Dr. stés, 2006, n° 6, étude 13, p. 13, n° 4.

⁵⁸⁹ L'intention suppose la connaissance et la volonté de causer le dommage (c'est-à-dire que le défendeur ait consciemment accepté la possibilité de survenance du dommage).

⁵⁹⁰ Cf. *infra*.

diffusée⁵⁹¹. Le champ d'application *ratione materiae* est également limité aux manquements de l'émetteur à son obligation d'information permanente⁵⁹².

270 - L'exigence probatoire d'une altération concrète de la décision : l'absence de présomption de causalité. Le débat sur la causalité au regard du dispositif spécial se pose dans des termes relativement similaires à ceux relatifs à l'article 826 du *BGB*. Notons toutefois que le champ d'application *ratione personae* du dispositif spécial a été largement limité par le législateur du point des victimes, en écartant notamment les investisseurs n'ayant pas réalisé de transaction effective⁵⁹³, ce qui simplifie quelque peu l'analyse de la causalité puisque le législateur a *a priori* exclu certaines situations, dont il a estimé qu'elles présentaient abstraitement le lien de causalité le plus faible, dans le but de limiter les

⁵⁹¹ A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 500, citant K.J. Hopt & H.-C. Voigt, *Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung*, in K.J. Hopt & H.-C. Voigt, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung : Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA*, Mohr Siebeck, 2005, p. 125, et U. Ehrlicke, art. préc., p. 291.

⁵⁹² Un certain nombre d'auteurs a proposé d'adopter, à l'instar du projet *KapInHag*, un régime commun à l'ensemble des informations diffusées par l'émetteur, même de manière volontaire. V. ainsi K. Deckert, *op. cit.*, p. 544 et s., en faveur d'une clause générale de responsabilité civile qui ferait référence à la violation de « toutes les informations nécessaires à la transparence, à l'intégrité et au bon fonctionnement des marchés », et observant notamment que le droit américain connaît une clause générale de responsabilité en matière d'information financière avec la règle 10b du *Securities Exchange Act*, sorte de « catch-all provision ». Elle considère en effet que les fonctions de toutes les obligations d'information sont les mêmes (information des investisseurs actuels et futurs et, par conséquent, protection des investisseurs et du bon fonctionnement des marchés), et que le but serait donc de fournir au marché toutes les informations nécessaires à sa transparence, à son intégrité et à son bon fonctionnement ; J. Redenius-Hoevermann, *op. cit.*, n° 253, selon laquelle il convient de prévoir une clause générale comprenant toutes les informations susceptibles d'influencer le cours de bourse d'un titre, peu important qu'il s'agisse d'une information obligatoire ou volontaire, écrite ou orale, positive ou négative, à condition toutefois que l'information soit destinée au grand public et concerne directement l'émetteur (cf. *supra*) ; T. Baums, art. préc., p. 155, cité par K. Deckert, *op. cit.*, p. 539.

⁵⁹³ La limitation du champ d'application relativement aux victimes est toutefois plus large (v. notamment K. Deckert, *op. cit.*, p. 569). Les articles 37b et 37c excluent en effet du cercle des demandeurs un certain nombre d'investisseurs, notamment les investisseurs inactifs, c'est-à-dire ceux qui n'ont pas réalisé de transaction effective, en s'abstenant de vendre (en retardant leur projet de vente) ou d'acheter (investisseurs souhaitant investir mais qui, à cause d'une information fautive négative, reculent devant l'investissement). Cette exigence de réalisation d'une transaction effective n'a, en revanche, pas été retenue par la Cour fédérale de justice s'agissant de l'article 826 du *BGB* (v. K. Deckert, *op. cit.*, p. 568, citant *BGH*, 9 mai 2005, *EM-TV*, préc., et relevant que peut donc intenter une action en responsabilité civile l'investisseur en mesure de prouver qu'il a retardé ou renoncé à la vente de ses titres, qui avait été préalablement envisagée de manière ferme, à cause d'une information fautive). Mais l'exclusion va au-delà des investisseurs inactifs. De manière plus générale, on observe en effet que le législateur allemand n'a attribué qualité à agir qu'aux investisseurs ayant réalisé une transaction d'achat effective avant ou après l'omission ou la diffusion et ayant par la suite revendu ou conservé à un moment où l'état informationnel du marché n'était plus identique (investisseur ayant acheté après l'omission et détenant encore après la diffusion de l'information omise ou investisseur ayant acheté avant l'existence des faits constituant une information privilégiée et vendant après l'omission – dans ce dernier cas, l'investisseur achète alors que la « vérité » est présente sur le marché mais revend alors que règne le mensonge du fait de l'omission ; investisseur ayant acheté après la publication de l'information fautive et détenant encore après la rectification ou investisseur ayant acheté avant la publication de l'information fautive et revendant avant la rectification). Cela exclut notamment les investisseurs qui ont acquis un titre après la diffusion de la fautive information et qui l'ont déjà vendu avant que celle-ci ne soit corrigée, ce qui revient à supposer en fait qu'une fautive information a toujours un effet identique sur le cours jusqu'à ce qu'elle soit corrigée (cf. *supra*).

demandes en réparation⁵⁹⁴. Au-delà, la doctrine considère généralement que le législateur n'ayant prévu aucun renversement de la charge de la preuve aux articles 37b et 37c du *WpHG*, à la différence du choix qu'il a opéré aux articles 44 et 45 du *Börsengesetz* relatifs au prospectus, le dispositif légal en matière d'information permanente ne déroge pas aux exigences classiques de la responsabilité civile en matière de causalité⁵⁹⁵, et que la jurisprudence développée sur le fondement de l'article 826 du *BGB* doit être transposée au dispositif spécial du *WpHG* qui présente une finalité identique⁵⁹⁶. Il en résulte que, les investisseurs lésés doivent, au titre de ces dispositions également, démontrer qu'ils se sont fondés sur les informations concernées pour former leur décision d'investissement⁵⁹⁷. Certains auteurs considèrent toutefois, généralement sur le fondement de l'efficience des marchés (à l'instar de la théorie de la fraude sur le marché), que si seule la réparation d'une différence de cours est sollicitée, l'investisseur pourrait n'avoir à établir, au titre du dispositif spécial, que la preuve de l'impact de l'information sur le cours⁵⁹⁸.

B - La préférence pour la réparation en nature d'une altération concrète de la décision

271 - **La préférence pour la réparation en nature d'une altération concrète de la décision.** La jurisprudence a manifesté une préférence pour la réparation en nature d'une altération

⁵⁹⁴ Selon A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 494, l'exclusion des investisseurs inactifs, d'ordre probatoire, peut paraître compréhensible car il serait notamment particulièrement difficile de connaître le comportement que les investisseurs s'étant abstenus de vendre ou d'acheter auraient adopté s'ils avaient été au fait des circonstances réelles. Elle observe que le droit américain ne confère pas davantage de protection aux porteurs de titres existants. De la même façon, K. Deckert, *op. cit.*, p. 569, considère que dans ces cas, l'investisseur ne peut justifier d'un préjudice résultant de la fausse information et qu'il s'agit davantage de ce que la doctrine appelle le « *risque général d'investissement* » (elle cite notamment U. Ehrlicke, art. préc., p. 281 et s.). Elle ajoute que, selon la conception du législateur allemand, critiquée par une partie de la doctrine, cette exigence d'une transaction doit limiter les demandes en réparation. Elle observe toutefois que cette limitation pourrait provenir simplement de l'exigence de causalité, sans qu'il soit nécessaire de restreindre le cercle des personnes ayant qualité à agir. Elle observe que le projet *KapInHag*, selon lequel seul l'investisseur ayant acquis le titre dans un laps de temps de trois mois après la publication de la fausse information ou l'omission pouvait intenter une action sans prouver le lien de causalité, limitait également le cercle des demandeurs dans l'intérêt du responsable (cf. *infra*).

⁵⁹⁵ V. A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 569, citant U. Ehrlicke, art. préc., p. 292 et 293.

⁵⁹⁶ V. K. Deckert, *op. cit.*, p. 556. V. toutefois *supra* les observations de B. Haar, art. préc., sur la décision *IKB* de la Cour fédérale de justice prise sur le fondement de l'article 37b du *WpHG*.

⁵⁹⁷ V. A. Sotiropoulou, *ibid.* ; K. Deckert, *ibid.* Adde T.M.J. Möllers, art. préc., p. 313, expliquant que, pour cette raison, certains auteurs ont proposé de recourir à la notion de climat d'investissement au regard des articles 37b et 37c du *WpHG*.

⁵⁹⁸ V. par exemple M. Casper, art. préc., p. 98 et les auteurs cités ; T.M.J. Möllers, art. préc., p. 315 et 316, considérant que, lorsque le marché est efficient, la connaissance des faits est en quelque sorte incluse dans le cours.

concrète de la décision, au titre de l'article 826 du *BGB* (1). Il semble en être de même au titre du dispositif spécial du *WpHG*, compte tenu du silence du législateur en la matière (2).

1 - La préférence prétorienne au titre de l'article 826 du *BGB*

272 - **La préférence prétorienne pour la réparation en nature d'une altération concrète de la décision.** Au regard de la définition et de l'étendue du préjudice, la Cour fédérale de justice considère la réparation en nature d'une altération concrète de la décision comme le mode privilégié de réparation⁵⁹⁹. Ainsi, dans l'affaire *Infomatec*⁶⁰⁰, elle retient que les investisseurs, qui ont à prouver qu'ils se sont fondés sur la fausse information *ad hoc*, ont droit à être replacés dans la situation qui aurait été la leur en l'absence de fausse information et donc à recouvrer l'intégralité du prix d'achat contre remise des titres, ce qui revient, selon notre terminologie, à réparer, en nature, un préjudice d'altération concrète déterminante de la décision. Ce faisant, elle applique l'article 249 alinéa 1 du *BGB* qui pose le principe général du droit allemand en matière d'indemnisation, à savoir que doit être privilégiée la réparation en nature, obligeant le défendeur à remettre la victime dans la situation qui aurait été la sienne si la faute n'avait pas été commise⁶⁰¹. Ainsi, en pratique, s'il est établi que les investisseurs n'auraient pas acheté les actions s'ils ne s'étaient pas fondés sur la fausse information, ils ont droit à recouvrer la totalité du prix d'achat en contrepartie de la remise des actions aux défendeurs ; les investisseurs ayant déjà revendu leurs actions ont droit également à recouvrer le prix d'achat après déduction toutefois du prix de revente.

⁵⁹⁹ K. Deckert, *op. cit.*, p. 579, citant les affaires *Infomatec* et *EM-TV*. Elle indique, *op. cit.*, p. 574 et 575, que la Cour fédérale de justice a reconnu, notamment dans l'affaire *Infomatec*, comme préjudice réparable « *le préjudice de conclusion du contrat* », c'est-à-dire, selon notre terminologie, le préjudice d'altération concrète déterminante de la décision. Mme Katrin Deckert indique par ailleurs que la perte de chance d'avoir cédé les titres dans de meilleures conditions, notamment dans le cas de rétention d'informations positives qui ont conduit l'investisseur à perdre la chance de vendre plus cher, comme dans l'affaire *Flammarion* en France, ne constitue pas en Allemagne un préjudice réparable (citant U. Ehricke, art. préc., p. 294).

⁶⁰⁰ V. D. Reidenbach, art. préc., p. 1085.

⁶⁰¹ L'article 249 du *BGB* peut être traduit de la façon suivante : « *celui qui est tenu à réparation doit rétablir la situation qui existerait si le fait obligeant à réparation n'était pas intervenu. Si la réparation est due en raison d'une atteinte corporelle ou d'une atteinte aux biens, le créancier peut, au lieu et place de la réparation en nature, exiger le montant pécuniaire correspondant* » (F. Ferrand, *op. cit.*, n° 442). Cette disposition, issue de la responsabilité civile contractuelle, s'applique également, par analogie, à l'indemnisation d'un fait délictuel (*ibid.*). Ainsi, si elle est possible, le droit allemand exige en principe que la réparation se fasse en nature (*Naturalherstellung* ou *Naturalrestitution*) ; toutefois, lorsqu'une telle réparation en nature n'est pas possible, l'indemnisation se fera sous forme pécuniaire (*ibid.*, n° 344).

Ce mode de réparation n'est toutefois pas exclusif puisque la Cour fédérale accorde une option⁶⁰² aux investisseurs qui peuvent solliciter la réparation soit d'un préjudice d'altération concrète déterminante de la décision, notamment en nature (par le paiement du prix d'acquisition des titres contre remise desdits titres), soit d'une altération de cours⁶⁰³. Ainsi, au-delà de la question tenant à la forme de la réparation – en nature ou en argent –, la position de la Cour fédérale de justice présente, à l'instar de ce que l'on a déjà pu observer en droit américain, une déconnexion entre le lien de causalité exigé et le préjudice réparable retenu, puisqu'elle exige la preuve effective d'une altération concrète déterminante de la décision lorsque c'est bien un préjudice d'altération concrète déterminante de la décision qui est réparé, mais également lorsqu'il s'agit d'un simple préjudice d'altération du cours⁶⁰⁴.

2 - Le silence du législateur

273 - **Le silence du législateur.** Le débat semble se poser dans des termes équivalents au regard du dispositif légal spécial des articles 37b et 37c du *WpHG*⁶⁰⁵. Toutefois, alors qu'en matière de prospectus, le législateur a indiqué que l'émetteur devait restituer le prix d'achat aux investisseurs en contrepartie des titres, il s'est abstenu d'apporter toute précision quant à la nature du préjudice au titre des articles 37b et 37c. On retrouve ainsi, au sein de la doctrine, la controverse classique entre la réparation d'une altération du cours et celle d'une altération concrète de la décision. Selon M. Thomas Möllers, la réponse tient à la définition des intérêts protégés : considérant qu'il s'agit de la décision et du patrimoine de l'investisseur, il en conclut que le dispositif légal répare principalement le préjudice découlant de la conclusion de la transaction, mais que le demandeur peut également solliciter la réparation de l'altération du cours. Il ajoute que si la réparation en nature est inappropriée, que ce soit au regard des

⁶⁰² K. Deckert, *op. cit.*, p. 579, citant les affaires *Infomatec*, *EM-TV* et *ComROAD*.

⁶⁰³ K. Deckert, *op. cit.*, p. 573 et 574, cite notamment la décision *BGH*, 9 mai 2005, *EM-TV*, préc., dans laquelle la Cour fédérale de justice retient, au titre du préjudice, le montant de la différence entre le prix effectivement payé et le prix théorique.

⁶⁰⁴ V. ainsi K. Deckert, *op. cit.*, p. 551, observant que dans la décision *ComROAD II*, la Cour de justice fédérale précise qu'est exigée la preuve du lien de causalité entre l'information et la décision d'investissement non seulement dans les cas dans lesquels l'investisseur demande la réparation en nature (remboursement du prix d'achat payé contre remise des titres acquis), mais aussi lorsqu'il sollicite uniquement la réparation d'un préjudice d'altération du cours (autrement dit, le montant de la différence entre le prix effectif de la transaction et le cours qui aurait été fixé en cas d'information correcte). *Adde* M.-P. Weller, art. préc., p. 48, indiquant que l'article 826 du *BGB* offre une alternative au demandeur entre ces deux types de préjudice mais à la condition, dans les deux cas, qu'il ait été en mesure d'apporter la preuve du lien de causalité entre information et décision d'investissement.

⁶⁰⁵ A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 504 ; M.-P. Weller, art. préc., p. 49.

articles 37b et 37c du *WpHG* ou de l'article 826 du *BGB*, les tribunaux peuvent accorder une réparation monétaire égale à la surévaluation du prix d'achat (ou la sous-évaluation du prix de vente)⁶⁰⁶.

274 - **Synthèse.** En application du droit commun de la responsabilité civile, la Cour fédérale de justice allemande privilégie, sur le marché secondaire, une réparation, en nature, de l'altération concrète déterminante de la décision, tout en accordant une option aux investisseurs pour solliciter la réparation d'une altération du cours. S'agissant toutefois de la causalité, elle adopte une conception particulièrement restrictive, en exigeant la preuve d'une altération de la décision par l'information litigieuse quel que soit le type de préjudice retenu, y compris donc lorsqu'il s'agit d'une simple altération du cours, et en refusant de poser une quelconque présomption en la matière (par le recours, par exemple, à la théorie du climat d'investissement ou à celle de la fraude sur le marché). Sa position aboutit de fait, compte tenu de la difficulté probatoire liée à la causalité, à une ineffectivité de la responsabilité civile sur le marché secondaire, ce qui suscite les critiques d'une partie de la doctrine.

De manière surprenante, la même problématique se pose, en outre, au regard du dispositif spécial adopté par le législateur allemand en 2002. On aurait pu s'attendre, en effet, à ce qu'il intervienne pour combler les insuffisances ou pour remédier aux réticences de la jurisprudence. Or, les articles 37b et 37c du *WpHG* surprennent, à cet égard, par leur laconisme. En effet, ils sont généralement considérés comme ne posant pas de présomption de causalité, et n'apportent aucune précision quant à l'évaluation du préjudice. Il en résulte que l'aménagement de la responsabilité civile voulu par le législateur sur le marché secondaire, à travers l'adoption d'un régime spécial, n'a pas conduit, en pratique, à la mise en œuvre d'une indemnisation effective pour information publique défectueuse au bénéfice des investisseurs. On retrouve par ailleurs, au sein de la doctrine, la controverse classique entre la réparation d'une altération du cours et celle d'une altération concrète déterminante de la décision.

⁶⁰⁶ TM.J Möllers, art. préc., p. 306 et s.

Paragraphe 2 - **La controverse doctrinale**

275 - **La controverse doctrinale.** Deux positions ont été soutenues en doctrine. En vertu de la première, le préjudice résulte du fait que l'investisseur a procédé à la transaction sur le fondement de l'information incorrecte, de sorte qu'il peut obtenir la réparation de toutes les conséquences découlant de la conclusion de la transaction et revenir au même état que si les obligations nées du contrat d'achat ou de vente n'avaient jamais existé (*Vertragsabschlusschaden*)⁶⁰⁷ ; en vertu de la seconde, le préjudice subi résulte de l'impact de l'information incorrecte sur le cours auquel a été réalisée la transaction, de sorte qu'il correspond à la différence entre le prix auquel les titres ont été effectivement achetés ou vendus, et le prix auquel ils auraient été achetés ou vendus si l'information avait été correcte, c'est-à-dire le cours qui aurait théoriquement prévalu si l'information publique avait été correcte (*Kursdifferenzschaden*)⁶⁰⁸. Ainsi, comme la doctrine américaine, la doctrine allemande est animée par la controverse classique entre la réparation d'une altération concrète déterminante de la décision (**A**) et celle d'une altération du cours (**B**).

A - **La réparation d'une altération concrète déterminante de la décision**

276 - **L'altération concrète déterminante de la décision.** S'agissant de l'altération concrète déterminante de la décision, le débat doctrinal porte tant sur la possibilité (**1**) que sur la forme de sa réparation (**2**).

1 - **La possibilité de la réparation d'une altération concrète déterminante**

277 - **Le débat sur la possibilité de réparer une altération concrète déterminante de la décision.** La doctrine allemande admet généralement, comme le retient la Cour fédérale de justice, que puissent être réparées les conséquences de la conclusion de la transaction (*Vertragsabschlusschaden*), donc de l'altération concrète déterminante de la décision, qu'elle qualifie d'intérêt négatif⁶⁰⁹, à la condition toutefois que l'investisseur rapporte la preuve du

⁶⁰⁷ Ou *Vertrauensschaden* ou *Vertragsschaden*.

⁶⁰⁸ V. A. Sotiropoulou, *ibid*.

⁶⁰⁹ La doctrine allemande qualifie généralement la réparation des conséquences de la conclusion de la transaction de réparation de l'intérêt négatif (celui pour l'investisseur d'être replacé dans la situation qui aurait été la sienne

lien de causalité entre l'information et la décision préjudiciable, c'est-à-dire d'une altération effective de la décision par l'information⁶¹⁰, même si certains se prononcent en faveur d'un assouplissement de cette preuve⁶¹¹. Consciente que, sur le marché secondaire, cette preuve

s'il n'avait pas conclu la transaction, c'est-à-dire l'intérêt de ne pas avoir conclu la transaction), et la réparation de l'altération de cours de réparation de l'intérêt alternatif (celui pour l'investisseur de n'avoir pas pu conclure la transaction à des conditions différentes). V., sur ce point, M.-P. Weller, art. préc., p. 48, expliquant qu'il s'agit d'un intérêt « *alternatif* » au sens où l'objectif dans ce cas n'est pas, comme précédemment, de replacer la victime dans la situation qui aurait été la sienne si elle n'avait pas conclu la transaction (il s'agit dans ce cas d'un « *intérêt négatif* ») mais de la placer dans la situation qui aurait été la sienne si elle avait conclu une autre transaction (l'intérêt protégé consiste dans une transaction autre que celle qui a été conclue). *Adde* T.M.J. Möllers, art. préc., p. 306.

⁶¹⁰ V., par exemple, T.M.J. Möllers, art. préc., p. 307 et 308, en faveur de la réparation en nature dès lors que la preuve de la causalité entre la décision d'investissement et l'information est rapportée, ce qui exige une certaine proximité temporelle ou en faveur, à défaut, de la réparation d'une altération de cours ; D. Reidenbach, art. préc., p. 1090, estimant, que la Cour fédérale de justice a eu raison dans l'affaire *Infomatec* de considérer que les demandeurs n'étaient pas limités à demander la réparation d'une altération de cours, mais étaient légitimes à solliciter la réparation de l'ensemble des conséquences de l'altération concrète déterminante de la décision, au motif que la méthode standard de réparation est la réparation en nature en droit allemand, mais précisant que cette méthode ne peut être appropriée que si l'investisseur est en mesure de prouver avoir fondé sa décision d'investissement sur une information particulière (citant T. Baums, art. préc., p. 185) ; M.-P. Weller, art. préc., p. 48 ; M. Casper, art. préc., p. 99, qui, tout en estimant que la réparation devrait en principe être limitée à une altération du cours, précise que si la réparation en nature doit être accordée, il est, en tout état de cause, logique d'exiger la preuve effective du lien de causalité entre l'information et la décision d'investissement.

⁶¹¹ C'est ce qu'indique K. Deckert, *op. cit.*, p. 557 et s., et M.-P. Weller, art. préc., p. 47, citant T.M.J. Möllers & F.C. Leisch, *Haftung vor Vorständen gegenüber Anlegern wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen nach § 826 BGB, WM*, 2001, n° 35, p. 1648, qui proposent de recourir à la théorie du climat d'investissement afin de faciliter la charge de la preuve. Pour M.-P. Weller, *ibid.*, comme l'a jugé la Cour fédérale de justice, deux arguments s'opposent à l'application de la théorie du climat d'investissement sur le marché secondaire : premièrement, les informations *ad hoc* ne sont généralement pas, contrairement au prospectus, destinées à faire augmenter les ventes ; deuxièmement, les informations *ad hoc* ne visent pas à informer de manière complète le marché secondaire. Il en conclut qu'au regard de la mise en œuvre de la responsabilité civile, la causalité reste une difficulté quasiment insurmontable. *Adde* J. Redenius-Hoevermann, *op. cit.*, n° 264, critique à l'égard de l'application de la théorie du climat d'investissement au marché secondaire au motif que les informations transmises au marché secondaire, contrairement au prospectus, ne couvrent pas l'ensemble des faits pertinents relatifs à l'émetteur mais seulement une partie de ceux-ci (elle cite M. Findeisen & R. Backhaus, *Umfang und Anforderungen an die haftungsbegründende Kausalität bei der Haftung nach § 826 BGB für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen, WM*, 2007, p. 100, spéc. p. 105 et s. ; S. Rützel, *Der aktuelle Stand der Rechtsprechung zur Haftung bei Ad-hoc-Mitteilungen, AG*, 2003, n° 2, p. 69, spéc. p. 74). Sur le débat relatif à cette question au sein de la doctrine allemande, v. K. Deckert, *op. cit.*, p. 541 et 542. T.M.J. Möllers, art. préc., p. 312 et s., considérant au contraire que les informations délivrées sur le marché secondaire et sur le marché primaire ne diffèrent pas de manière significative, s'oppose à cette conception. Il fait d'abord observer que le législateur lui-même considère les informations *ad hoc* comme susceptibles d'avoir une influence aussi importante sur l'investisseur que le prospectus et les informations réglementées. En effet, aux termes de la loi, les responsables d'un prospectus échappent à la mise en cause de leur responsabilité si l'information inexacte est corrigée par la diffusion d'une information *ad hoc* en application de l'article 15 du *WpHG* : il serait impossible de corriger les erreurs contenues dans un prospectus par une information *ad hoc* si le législateur avait considéré qu'une telle information n'était pas susceptible d'exercer, dans la même mesure que le prospectus, une influence sur l'attitude générale envers un titre (il cite T.M.J. Möllers & F.C. Leisch, *ibid.* ; M.-C. Rössner & J. Bolkart, *Schadensersatz bei Verstoss gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz, ZIP*, 2002, n° 33, p. 1471, spéc. p. 1476). Il ajoute que, du point de vue de la responsabilité civile, il importe peu que l'investisseur connaisse ou non la nature de l'information inexacte, il suffit que celle-ci modifie le cours d'un titre ou bien cause la décision d'achat ou de vente de l'investisseur. En réponse aux opposants à la transposition du concept de climat d'investissement sur le marché secondaire, qui font valoir que les informations *ad hoc*, contrairement à celles contenues dans le prospectus, ne sont pas destinées à stimuler les ventes d'actions (il cite R. Veil, *Die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung, ZHR*, 2003, t. 167, p. 365, spéc. p. 383), il rappelle que les informations *ad hoc* peuvent être également utilisées comme un instrument de commercialisation et qu'elles constituent bien souvent le seul fondement de la prise de décision de l'investisseur. Il admet par conséquent qu'un investisseur puisse recourir à la notion de climat d'investissement sur le marché secondaire. T.M.J. Möllers reconnaît toutefois que la transposition de la notion de climat d'investissement n'est

sera particulièrement difficile à rapporter pour les investisseurs⁶¹², la doctrine observe toutefois qu'une telle réparation sera rarement accordée. Au-delà, certains auteurs s'opposent fermement à une telle indemnisation, quand bien même l'investisseur serait en mesure de prouver qu'il a effectivement fondé sa décision d'investissement sur la fausse information, au motif qu'elle aboutit à transférer sur la tête du responsable le risque du marché devant être supporté par l'investisseur, et fait par conséquent peser sur le responsable une responsabilité pour risque et non plus pour faute⁶¹³. Le débat porte également sur la forme de cette réparation.

appropriée que dans le cas d'une diffusion d'une information erronée positive. Il explique en effet que l'omission d'une information *ad hoc* (visée par l'article 37b du *WpHG*) n'est pas susceptible d'influencer l'attitude générale, car si l'omission de faits significatifs dans un prospectus crée une impression générale erronée sur la société (comme le sous-entend l'article 44 du *Börsengesetz*), l'émetteur qui omet une information privilégiée en violation de l'article 15 du *WpHG* ne crée pas une telle impression. Il ajoute que l'application de la notion de climat d'investissement ne peut être envisagée qu'au regard de la publication de faits incorrects positifs, et non négatifs, car les situations de vente et d'achat ne sont pas symétriques. Il estime en effet qu'alors qu'un investisseur rationnel est normalement influencé par les informations relatives aux sociétés lorsqu'il décide quel titre acheter, les motifs déterminant une vente sont bien plus variables. Il peut s'agir notamment de la réalisation du gain espéré et d'un montant prédéterminé maximum de perte ; très souvent, la décision de vendre découlera simplement du fait que l'investisseur a besoin d'investir ailleurs. Il en conclut que les situations de vente doivent être traitées différemment de celles d'achat ; s'il est possible de le faire en cas d'achat, il n'est pas réaliste de présumer, que sans la fausse information, l'investisseur n'aurait pas vendu les titres jusqu'au dernier jour du procès, et donc de poser une présomption de conservation fondée sur la fausse information.

⁶¹² V., par exemple, C. Gerner-Beuerle, art. préc., p. 354 et 355, observant que l'exigence de la preuve d'un lien de causalité entre l'information et la décision d'investissement ne reflète pas la pratique sur les marchés financiers, sur lesquels seuls les participants professionnels étudient l'ensemble des informations ; D. Reidenbach, art. préc., p. 1086, selon lequel cette preuve ne reflète pas la façon dont les investisseurs prennent leurs décisions, comme la Cour fédérale de justice elle-même le remarque d'ailleurs, puisque ceux-ci n'achètent pas des actions seulement sur la foi d'une information particulière délivrée par une société mais plutôt en raison d'un ensemble de facteurs rationnels ou irrationnels ; M.-P. Weller, art. préc., p. 47, observant que cette preuve demeure particulièrement ardue car l'investisseur est mû par divers mouvements, diverses considérations, rationnelles ou irrationnelles, et des espoirs de spéculation ; T. Baums, art. préc., p. 181, considérant qu'il n'est pas approprié d'exiger de chaque investisseur une preuve effective du lien de causalité entre information et décision. *Adde* K. Deckert, *op. cit.*, p. 560 et 561, critiquant avec force la solution restrictive adoptée par la Cour fédérale de justice, qui va empêcher beaucoup d'actions en justice, voire mettre en danger la confiance des investisseurs, car en pratique, dit-elle, il est souvent délicat, voire impossible, pour l'investisseur de prouver concrètement que sa décision d'investissement a été fondée sur l'information en question. Elle explique qu'il est en effet exceptionnel que l'investisseur prenne directement connaissance des différentes informations *ad hoc* publiées (elle cite à cet égard T. Baums, art. préc., p. 180 ; S. Rützel, p. 74), et que même si cela est exceptionnellement le cas, il va être difficile pour l'investisseur de prouver sa connaissance plusieurs mois plus tard dans un procès. Elle ajoute plus généralement que l'expérience montre que l'investisseur moyen n'étudie que rarement les nombreuses informations qui sont souvent difficilement compréhensibles, et que sa décision d'investissement dépend en règle générale d'autres circonstances comme un climat positif sur les marchés ou des conseils généraux. Elle estime que la Cour fédérale de justice méconnaît l'importance de l'influence de l'information sur le marché secondaire et la pratique, ce qu'elle trouve étonnant étant donné qu'on lui reproche généralement de sacrifier le dogmatisme juridique au profit de l'équité.

⁶¹³ V. ainsi J. Redenius-Hoevermann, *op. cit.*, n° 212, qui, pour cette raison majeure, n'admet la réparation des conséquences d'une altération de la décision que dans un seul cas : celui où l'atteinte aux bonnes mœurs résulte d'un comportement particulièrement trompeur du dirigeant, ce qui justifie alors de mettre à sa charge le risque de l'investissement. En d'autres termes, pour cet auteur, seule la gravité de la faute est susceptible de justifier un transfert du risque de marché, et non l'enchaînement causal réel, à savoir le fait que l'investisseur s'est effectivement fondé sur la fausse information pour prendre sa décision d'investissement. Elle se prononce par conséquent, de manière générale, en faveur de la réparation d'une altération de cours (cf. *infra*). *Adde* M. Casper, art. préc., p. 102.

2 - La forme de la réparation de l'altération concrète déterminante

278 - **Le débat sur la forme de la réparation de l'altération concrète déterminante de la décision.** La question de la forme de la réparation prend une tournure particulière en droit allemand qui, comme on l'a vu, prévoit que, si cela est possible, la réparation doit en principe se faire en nature, en vertu du paragraphe 249 du *BGB*. Le préjudice découlant de la conclusion de la transaction (*Vertragsabschlusschaden*) doit ainsi en principe faire l'objet d'une réparation en nature, comme l'a d'ailleurs retenu la Cour fédérale de justice⁶¹⁴. Concrètement, celle-ci s'opère de la manière suivante : si l'investisseur a acheté des titres, il remet les titres au responsable en contrepartie du prix d'achat initialement payé ; s'il a vendu des titres, il paye le prix de vente initialement reçu au responsable en contrepartie de la remise de titres identiques. Elle a bien pour effet d'indemniser l'investisseur de l'ensemble des conséquences négatives résultant de la décision d'investissement prise sur le fondement de l'information erronée. Ce mécanisme ne pouvant toutefois constituer une véritable annulation donnant lieu à restitution de part et d'autre⁶¹⁵, compte tenu de la spécificité de la situation, la possibilité de cette réparation en nature est encore discutée au sein de la doctrine allemande, faute généralement pour le responsable – émetteur ou dirigeant social généralement - d'être partie à la transaction. Certains auteurs estiment ainsi qu'elle est inapplicable en matière d'information financière défectueuse, faute pour le responsable d'être le cocontractant, puisqu'elle obligerait celui-ci à conclure une transaction alors qu'il n'avait jamais eu

⁶¹⁴ Cf. *supra*.

⁶¹⁵ En droit français, ce mécanisme ne constitue pas non plus, au sens strict, une annulation (v. par exemple G. Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique*, par G. Cornu *et al.*, *op. cit.*, qui définit l'« annulation » comme la « déclaration judiciaire de la nullité : acte juridictionnel par lequel un tribunal constate l'existence d'une cause de nullité et décide en conséquence que l'acte vicié sera rétroactivement tenu pour non avenu, les choses étant alors remises "dans le même et semblable état" où elles se trouvaient avant l'acte incriminé »), puisqu'il ne s'agit pas d'un anéantissement rétroactif de la transaction entraînant des restitutions entre les parties à ladite transaction. En effet, le responsable n'étant généralement pas le cocontractant, ce n'est pas le vendeur des titres qui restitue le prix en contrepartie de la restitution des titres. Il s'agit encore moins d'une résolution (selon Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique*, par G. Cornu *et al.*, *op. cit.*, la « résolution » est l'anéantissement en principe rétroactif d'un contrat synallagmatique qui, fondé sur l'interdépendance des obligations résultant de ce type de contrat, consiste à libérer une partie de son obligation et à lui permettre d'exiger la restitution de ce qu'elle a déjà fourni, lorsque l'obligation de l'autre ne peut être exécutée, par exemple la résolution d'une vente et la restitution au vendeur de la chose vendue en cas de non-paiement du prix) puisqu'il n'y a pas de faute, d'inexécution du cocontractant. Le terme de « restitutions », visant notamment les opérations de remise en ordre consécutives à l'annulation d'un acte ou le fait de remettre une chose au propriétaire ou à qui de droit (Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique*, par G. Cornu *et al.*, *op. cit.*), n'est donc pas plus adapté. Ce mécanisme ne nous paraît donc pouvoir être qualifié, en droit français également, que comme une mesure de réparation en nature, par laquelle le responsable cherche simplement à replacer l'investisseur victime dans la situation qui aurait été la sienne sans sa faute, et ce, par exemple, en payant à l'investisseur le prix d'achat initialement payé par celui-ci en contrepartie de la remise au responsable des titres par ledit investisseur.

l'intention de le faire⁶¹⁶. Toutefois, d'autres auteurs considèrent que cette opposition résulte d'une conception trop étroite de la réparation en nature prévue à l'article 249 alinéa 1 du *BGB*. M. Thomas Möllers, notamment, fait valoir, au soutien de la réparation en nature, que le but du droit de la responsabilité civile, et notamment de cette disposition, est de replacer la victime dans la situation qui aurait été la sienne si l'auteur de la faute ne l'avait pas commise, et non de replacer l'auteur dans la situation qui aurait été la sienne s'il n'avait pas commis la faute⁶¹⁷. En d'autres termes, ce sont les intérêts de la victime qui doivent primer en matière de responsabilité civile, peu important les conséquences pour le responsable.

La mesure de réparation en nature pose également le problème de sa compatibilité avec le droit des sociétés d'origine nationale et européenne. M. Matthias Casper observe ainsi que la remise de titres par des actionnaires à l'émetteur en application de la réparation en nature pose problème au regard du principe d'intangibilité du capital social et des règles de détention par une société de son propre capital⁶¹⁸. M. Marc-Philippe Weller indique toutefois que la Cour fédérale de justice a, notamment dans sa décision *EM-TV* du 9 mai 2005⁶¹⁹, considéré que la réparation en nature ne violait ni les dispositions relatives au remboursement du capital social ni celles sur la détention par une société de son propre capital. Il approuve cette position et estime que le principe d'intangibilité du capital social n'est pas affecté car la demande d'indemnisation de l'investisseur pour fausse information ou omission ne découle pas de sa situation d'actionnaire, mais de celle de « *tiers créancier* » avant l'acquisition de la qualité d'actionnaire. Il ajoute, au regard du droit européen, plus précisément de la deuxième

⁶¹⁶ V. ainsi M. Casper, art. préc., p. 100 et 101 (et les nombreux auteurs cités défendant l'une ou l'autre position), qui, s'il observe que l'article 826 du *BGB* permet, aux termes de la jurisprudence, une réparation en nature, ce qui paraît compatible avec l'article 249 du *BGB*, objecte toutefois à cette solution que l'investisseur n'a pas en réalité acheté les actions auprès de l'émetteur ou des dirigeants. Il en résulte, selon lui, que, même si c'est la remise en l'état des intérêts de la victime qui s'impose et non ceux de l'auteur de la faute, seule la réparation de l'altération de cours devrait être possible en application de l'article 826 du *BGB*. De même, K. Deckert, *op. cit.*, p. 580, critique la solution de la réparation en nature au motif que le dirigeant n'a pas vendu les titres à l'investisseur qui ne peut donc les lui rendre, et qu'elle le transforme ainsi en un assureur des risques du marché. Elle admet seulement la réparation en nature lorsque, par exception, l'investisseur a été concrètement incité à prendre sa décision, ce qui est difficile à prouver.

⁶¹⁷ T.M.J Möllers, art. préc., p. 306 et 307 (et les auteurs cités). De la même façon, D. Reidenbach, art. préc., p. 1090, estime que l'investisseur a droit à la réparation en nature, méthode standard de réparation, et d'être mis dans la situation qui aurait été la sienne en l'absence de faute, dès lors qu'il n'a conclu la transaction que sur le fondement de la fausse information (il cite notamment, T. Baums, art. préc., p. 185, à cet égard). Il ajoute que le fait que les demandeurs n'aient pas acheté les actions auprès des défendeurs, notamment l'émetteur et ses dirigeants, et ne puissent ainsi techniquement pas les leur « *restituer* » n'empêche pas la réparation en nature. Si la victime a également réalisé des profits du fait de la conclusion de la transaction, ces profits doivent soit être déduits du prix payé par le défendeur, soit lui être payés en contrepartie de l'entier prix d'achat.

⁶¹⁸ M. Casper, art. préc., p. 113.

⁶¹⁹ *BGH*, 9 mai 2005, *EM-TV*, préc.

directive de droit des sociétés⁶²⁰, qui exige en son article 15 alinéa 1 c) que le montant d'une distribution faite aux actionnaires n'excède pas le montant des résultats et des réserves disponibles, qu'il n'est pas certain que le terme « *distribution* » utilisé par la directive vise les mesures de réparation en nature, étant donné que le même article donne comme exemples de distribution au d) le versement des dividendes et celui d'intérêts. On pourrait lui objecter, toutefois, que cet article 15 alinéa 1 d) précise justement que le terme de distribution « *englobe notamment* » le versement des dividendes et d'intérêts, et que par conséquent le caractère non limitatif voulu par le législateur européen pourrait aller dans le sens d'une appréhension plus large de la notion de distribution. Il ajoute que le droit financier européen, notamment l'article 6 de la directive 2003/71/CE dite Prospectus exigeant des Etats membres de prendre des mesures appropriées en matière de responsabilité civile, met en avant la priorité de la protection des investisseurs⁶²¹.

279 - **Synthèse.** La doctrine allemande admet généralement la réparation d'un préjudice d'altération concrète déterminante de la décision lorsque la preuve de l'influence de l'information sur la décision d'investissement est apportée, mais la forme de cette réparation, en nature ou en argent, reste discutée, compte tenu de la situation de tiers à la transaction conclue qu'occupe généralement le responsable. Au-delà, certains auteurs préconisent, en vue de permettre une responsabilité civile effective sur le marché secondaire, compte tenu des difficultés probatoires, la réparation d'une simple altération du cours, à l'instar de la pratique américaine.

⁶²⁰ Deuxième directive du Conseil du 13 décembre 1976 tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les Etats membres des sociétés au sens de l'article 58 deuxième alinéa du traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, 77/91/CEE, JO L 26 du 31.1.1977, p. 1.

⁶²¹ M.-P. Weller, art. préc., p. 49 et 50 (v. les différents articles cités par cet auteur dans le débat relatif à cette compatibilité). Adde K. Deckert, *op. cit.*, p. 540 et 541, qui indique que, étant donné que la société n'acquiert pas ses actions volontairement mais y est forcée, certains auteurs préconisent de limiter au moins la distribution à hauteur du capital social et des réserves légales afin de protéger les autres actionnaires et les obligataires (elle cite J. Reichert & M.-P. Weller, *Haftung von Kontrollorganen. Die Reform der aktienrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Haftung*, ZRP, 2002, n° 2, p. 56 ; R. Veil, art. préc., p. 394 et s.). Elle observe toutefois d'une part qu'une telle distribution est un risque général pour les obligataires, et qu'il n'y a aucune raison de traiter les actionnaires victimes, désignés comme des tiers, moins bien que les créanciers contractuels qui, en plus, peuvent exiger des sûretés et, d'autre part, que les autres actionnaires sont, eux, suffisamment protégés notamment par la responsabilité du dirigeant à l'égard de la société.

B - La réparation d'une altération de cours

280 - **La réparation d'une altération de cours.** Si un certain nombre d'auteurs préconisent la réparation d'une altération de cours, ils maintiennent toutefois une conception restrictive de la causalité (1), et sont, en outre, divisés quant à son évaluation (2).

1 - Une conception restrictive de la causalité

281 - **Une conception restrictive de la causalité.** Un certain nombre d'auteurs allemands, en contradiction avec la position exprimée par la Cour fédérale de justice, privilégient la réparation d'une altération de cours, dans le but d'obtenir en pratique une réparation effective compte tenu de la difficulté de prouver la causalité entre l'information et la décision d'investissement⁶²², et d'éviter le transfert du risque du marché de l'investisseur au défendeur qu'opère la réparation, retenue en jurisprudence, des conséquences d'une altération de la décision⁶²³. Enfin, d'un point de vue plus théorique tenant à la définition des intérêts protégés, M. Matthias Casper estime que la finalité de l'article 15 du *WpHG* est essentiellement la formation régulière du cours de bourse et non la protection de la liberté de décision ; il en conclut que le préjudice de l'investisseur résulte donc plutôt dans le fait qu'il a acheté trop cher ou vendu trop peu cher, la faute devant être vue, en dernière analyse, comme une

⁶²² V. notamment K. Deckert, *op. cit.*, p. 576, citant également en ce sens, K.J. Hopt & H.-C. Voigt, *Prospekt- und Kapitalmarktinformati onshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA*, *WM*, 2004, n° 37, p. 1804. Adde M. Casper, art. préc., p. 101 et 102, citant notamment à cet égard A. Fuchs & M. Dühn, *Deliktische Schadensersatzhaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen*, *BKR*, 2002, p. 1063, spéc. p. 1069 ; M. Casper, *Haftung für fehlerhafte Informationen des Kapitalmarktes*, *Der Konzern*, 2006, p. 32, spéc. p. 35 ; C. Duve & D. Basak, *Welche Zukunft hat die Organaußenhaftung für Kapitalmarktinformati onen*, *BB*, 2005, n° 49, p. 2645, spéc. p. 2648 ; S. Rützel, art. préc., p. 69, spéc. p. 76 ; K. Sauer, *Kausalität und Schaden bei der Haftung für falsche Kapitalmarktinformati onen*, *ZBB*, 2005, p. 24, spéc. p. 33 ; S. Hutter & F. Stürwald, *EM.TV und die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen*, *NJW*, 2005, n° 34, p. 2428, spéc. p. 2430 ; J. Redenius-Hovermann, *op. cit.*, n° 259, citant également H. Fleischer, *Zur deliktsrechtlichen Haftung der Vorstandsmitglieder für falsche Ad-hoc-Mitteilungen*, *DB*, 2004, n° 38, p. 2031, spéc. p. 2036. Selon K. Deckert, *op. cit.*, p. 580 et M. Casper, art. préc., p. 100, la réparation d'une altération de cours s'impose également au regard du dispositif spécial des articles 37b et 37c du *WpHG*.

⁶²³ V. ainsi M. Casper, art. préc., p. 102, pour lequel il est difficile de comprendre pourquoi l'émetteur ou le dirigeant social devrait supporter les risques de baisse de cours due à des facteurs autres que la fausse information et remplir ainsi le rôle d'un assureur des évolutions défavorables du marché. Il indique que cette préoccupation est d'ailleurs largement partagée au sein de la doctrine allemande (il cite, par exemple, H. Fleischer, *Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung*, *ZIP*, 2005, p. 1805, spéc. p. 1809 ; S. Hutter & F. Stürwald, *ibid.* ; K. Sauer, art. préc., spéc. p. 32). L'investisseur pourrait d'ailleurs, fait-il observer, être tenté de spéculer au détriment de l'émetteur en retardant la demande de réparation. Adde K. Deckert, *op. cit.*, p. 580, qui critique le fait que, que par le préjudice de conclusion de la transaction, on accorde à l'investisseur déçu par une chute des cours une sorte de droit de remords, ce qui fait des responsables des assureurs contre les tendances négatives du marché.

manipulation du cours de bourse et non comme la délivrance d'une information ayant causé une prise de décision⁶²⁴, ce qui n'est pas sans rappeler les réflexions doctrinales américaines.

L'on pourrait ainsi s'attendre à ce que ces auteurs considèrent également qu'en cas de réparation de l'altération du cours, seul le lien de causalité entre l'information et l'impact sur le cours soit à établir. Et ce d'autant que le droit allemand ne formule aucune exigence en la matière, ni au titre de l'article 826 du *BGB*, ni au titre du dispositif spécial des articles 37b et 37c du *WpHG*, à la différence du droit américain, qui s'est trouvé contraint d'élaborer une présomption artificielle de présomption d'altération de la décision, pour répondre à l'exigence de *reliance* du *tort* de fraude, dont s'est inspirée la jurisprudence américaine en matière financière. Il faut pourtant constater, comme l'écrit M. Matthias Casper⁶²⁵, que beaucoup d'auteurs allemands approuvent la position restrictive de la Cour fédérale de justice, en exigeant la preuve d'un lien de causalité concret entre l'information et la décision d'investissement même dans le cas où la réparation est limitée à une simple altération de cours⁶²⁶. En outre, quand ils renoncent à la preuve d'une altération effective de la décision, ils estiment que la réparation d'une altération de cours nécessite, en tout état de cause, l'application de la théorie de la fraude sur le marché⁶²⁷, à l'instar du droit américain, ou de celle du climat d'investissement.

Tel est le cas, par exemple, de M. Matthias Casper. Critiquant la jurisprudence de la Cour fédérale de justice qui exige la preuve d'un lien de causalité concret entre la fausse information et la décision d'investissement alors même que l'investisseur ne parviendra généralement pas à prouver ce lien de causalité, cet auteur plaide pour la réparation d'une altération de cours sur le marché secondaire en droit allemand, afin que la mise en œuvre de la

⁶²⁴ M. Casper, art. préc., p. 101.

⁶²⁵ M. Casper, art. préc., p. 98.

⁶²⁶ *Contra*, toutefois, K. Deckert, *op. cit.*, p. 559 et s., qui s'étonne de la solution rendue par la jurisprudence allemande au motif que cette disposition n'exige que la preuve d'une causalité entre l'action contraire aux bonnes mœurs et le préjudice, sans établir de distinction entre les types de causalité ; la preuve de l'influence de l'information sur le cours devrait donc être suffisante, écrit-elle, si l'investisseur demande seulement réparation d'une différence de cours. Si la Cour fédérale de justice maintient cette distinction dans le cas d'un préjudice d'altération de cours, c'est, poursuit-elle, pour éviter une extension de la responsabilité civile, en ce que cette solution permet de n'indemniser que les investisseurs en mesure de prouver l'altération de leur décision d'investissement.

⁶²⁷ V., ainsi, D. Reidenbach, art. préc., p. 1090 et s., qui estime que le droit allemand ne peut réparer une altération de cours que s'il présume, à l'instar du droit américain, la confiance dans l'intégrité et l'efficacité du cours de bourse, et ainsi une *reliance* indirecte dans la fausse information. *Adde* J. Redenius-Hoevermann, *op. cit.*, n° 262, indiquant également qu'une partie de la doctrine propose de résoudre le problème par le recours à la théorie de la fraude sur le marché (elle cite R. Veil, art. préc., p. 383 et s. ; D. Zimmer, *Verschärfung der Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation – ein Alternativkonzept*, *WM*, 2004, p. 9, spéc. p. 17).

responsabilité civile soit effective. Il estime en effet que si le préjudice réparable est limité à une altération de cours, la causalité pourrait sans difficulté être présumée de manière réfragable en application de la théorie du climat d'investissement. Il estime cette théorie comparable à celle de la fraude sur le marché américaine, qui repose sur la confiance générale de l'investisseur dans l'intégrité et l'efficacité du cours de bourse, en ce qu'elles aboutissent toutes deux à présumer, de manière réfragable, que l'investisseur a acheté ou vendu du fait de l'information erronée. Il oppose plusieurs arguments à la crainte d'une extension indéfinie de la responsabilité soulevée par Cour de justice fédérale en cas d'adoption de la théorie du climat d'investissement ou de la fraude sur le marché. Premièrement, rappelle-t-il, le recours à la théorie doit naturellement être limité aux cas dans lesquels seule la réparation d'une altération de cours est sollicitée et non une réparation des conséquences de l'altération de la décision, qui exige la preuve effective de cette altération. Deuxièmement, ajoute-t-il, ce risque d'une responsabilité indéfinie peut être écarté en limitant la période durant laquelle la théorie du climat d'investissement s'applique : même s'il est difficile de fixer une période de temps déterminée, la période typique devrait, selon lui, être limitée à une à deux semaines, y compris pour des informations gravement erronées. Enfin, conclut-il, la théorie ne peut donner lieu qu'à une présomption réfragable, l'émetteur conservant la possibilité de démontrer que la violation de son obligation d'information permanente n'a pas eu d'effet négatif dans la durée, ce qui permet d'écarter l'idée qu'elle ait justifié la prise d'une décision d'investissement⁶²⁸.

2 - Le débat sur l'évaluation de l'altération de cours

282 - **Le débat sur l'évaluation de l'altération du cours.** Comme aux Etats-Unis, le problème du calcul de l'altération de cours, égale en principe à la différence entre le cours effectivement payé ou perçu et un cours qui aurait théoriquement prévalu en cas d'information correcte, est très débattu au sein de la doctrine allemande⁶²⁹. On retrouve d'ailleurs, pour l'essentiel, le débat qui parcourt la jurisprudence et la doctrine américaines. M. Thomas Möllers⁶³⁰ indique ainsi que le débat tourne autour de deux conceptions principales : soit, dans une perspective *ex post*, l'on compare le cours de bourse de l'action au jour de la fausse information avec

⁶²⁸ V. M. Casper, art. préc., p. 97 et s. V., également, C. Gerner-Beuerle, art. préc., p. 354 et 355.

⁶²⁹ V. M. Casper, art. préc., p. 102 et s.

⁶³⁰ T.M.J. Möllers, art. préc., p. 280, spéc. p. 312 et s.

celui du jour de la rectification de l'information⁶³¹ ; soit, dans une perspective *ex ante*, l'on compare le prix d'achat avec le cours qui aurait dû théoriquement prévaloir au jour de l'achat⁶³². Il précise toutefois qu'avec cette seconde méthode le calcul exact du cours théorique est problématique, étant donné que les variations du cours dépendent d'une multitude de facteurs. M. Matthias Casper observe, cependant, à cet égard que, comme l'ont montré les travaux de droit comparé du professeur M. Holger Fleischer, la pratique américaine utilise une méthode consistant à reconstruire le cours théorique au moment de la transaction, à partir de la réaction du cours au jour de la rectification⁶³³.

La doctrine allemande a également pu proposer, compte tenu des difficultés d'évaluation, un choix de politique juridique⁶³⁴ privilégiant la simplicité et la sécurité juridique⁶³⁵, par l'adoption d'une méthode forfaitaire de calcul du préjudice d'altération de cours. Le projet de loi *KapInHag*, notamment, avait prévu que l'investisseur devait percevoir la différence entre le prix d'achat ou le prix de vente et le cours moyen pendant les trente jours suivant la rectification de l'information, l'investisseur conservant la possibilité de demander la réparation d'un dommage supérieur, et le dirigeant celle d'établir que le dommage est en réalité inférieur⁶³⁶. Le législateur standardisait ainsi la méthode d'évaluation de l'altération de cours, en considérant le prix théorique comme étant égal au cours de bourse moyen pendant les trente jours suivant la rectification de l'information⁶³⁷. En contrepartie, le champ d'application de la mesure était limité aux investisseurs ayant réalisé une transaction d'achat

⁶³¹ Il cite, défendant la position *ex post*, à cet égard J. Reichert & M.-P. Weller, 34, *ZRP*, 49, 55 (2002).

⁶³² Il cite notamment, défendant la conception *ex ante*, H. Fleischer, *Der Inhalt des Schadensersatzanspruchs wegen unwahrer oder unterlassener unverzüglicher Ad-hoc-Mitteilungen*, *BB*, 2002, n° 37, p. 1869, spéc. p. 1872.

⁶³³ V. M. Casper, art. préc., p. 103 (citant H. Fleischer, *ibid.*, et précisant que cette méthode est en revanche rejetée par C. Schäfer, M. Weber & P. Wolf, *Berechnung und Pauschalierung des Kursdifferenzschadens bei fehlerhafter Kapitalmarktinformation*, *ZIP*, 2008, p. 197, spéc. p. 200 et s.). Cf. *infra* sur les études d'événement.

⁶³⁴ V. ainsi M. Casper, art. préc., p. 102 et 103, indiquant ainsi que, du fait de la difficulté du calcul du préjudice, une réparation forfaitaire serait fortement souhaitable au regard de la politique juridique, mais jugeant celle proposée par le projet *KapInHag* simpliste (cf. *infra*).

⁶³⁵ V. K. Deckert, *op. cit.*, p. 574, soulignant la simplicité et la sécurité juridique attachées à une méthode forfaitaire. Adde T. Baums & C. Fisher, *Haftung des Prospekt- und Abschlussprüfers gegenüber den Anlegern*, in F. Richter, A. Schüler & B. Schwetzler (éds.), *Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Unternehmenswert, Festschrift für Jochen Drukarczyk zum 65. Geburtstag*, F. Vahlen, 2003, p. 37, spéc. p. 55 et s., cité par J. Redenius-Hoevermann, *op. cit.*, n° 258.

⁶³⁶ V. également M. Casper, art. préc., p. 103 et 104, qui cite une autre méthode forfaitaire d'évaluation du préjudice proposée en doctrine, selon laquelle le cours moyen des 10 derniers jours de bourse jusqu'au deuxième jour après la publication doit être comparé au cours moyen des 10 jours de bourse à partir du deuxième jour de la publication (v. C. Schäfer, M. Weber & P. Wolf, art. préc., spéc. p. 200).

⁶³⁷ V. K. Deckert, *ibid.*

ou de vente dans les trois mois suivant la diffusion de la fausse information ou l'omission⁶³⁸. Etait ainsi de fait posée, en cas de défektivité de l'information publique sur le marché secondaire, une présomption à la fois de préjudice et de lien de causalité pour tous les investisseurs ayant acheté ou vendu dans les trois mois. D'autres auteurs se sont, en revanche, opposés, avec fermeté à l'adoption d'une telle méthode forfaitaire. Ils ont fait observer, d'une part, que le danger était de présumer un préjudice alors que le marché avait pu tout bonnement ignorer l'information⁶³⁹. Ils ont ajouté, d'autre part, qu'une telle méthode a également pour conséquence de mettre éventuellement à la charge des défendeurs l'évolution du cours due à des motifs étrangers à la fausse information, c'est-à-dire, en d'autres termes, de transférer l'aléa boursier⁶⁴⁰.

283 - Conclusion de la Section I. Le droit allemand surprend, aussi bien au regard du droit positif que du débat doctrinal. En droit positif, l'on constate qu'en dépit de l'adoption en 2002 d'un régime spécial par le législateur en matière d'information défective sur le marché secondaire, c'est la jurisprudence qui continue de mener la danse. Et ce de manière fort restrictive, puisque la Cour fédérale de justice, outre qu'elle manifeste une forte préférence pour la réparation en nature d'une altération concrète déterminante de la décision, refuse tout assouplissement de la causalité et continue d'exiger la preuve par l'investisseur de son altération concrète déterminante par l'information, y compris lorsqu'il sollicite la simple réparation d'une altération de cours. Or, le législateur, malgré un volontarisme affiché, n'a rien fait pour mettre fin à cette intransigeance. En effet, les nouveaux articles 37b et 37c du *WpHG* se caractérisent par leur laconisme, s'abstenant de poser une quelconque présomption de causalité ou d'apporter des précisions quant à la nature du préjudice réparable. En vérité, c'est essentiellement un régime spécial « *alibi* », destiné à faire croire aux petits investisseurs

⁶³⁸ J. Redenius-Hoevermann, *op. cit.*, n° 259, précise que le projet *KapInHag* prévoyait d'exclure les investisseurs qui ont revendu ou racheté alors que l'information n'était pas encore corrigée, au motif que le cours était encore déformé. Elle critique cette disposition qui revient à négliger le fait qu'une information incorrecte n'a pas, durant sa durée d'existence, toujours la même influence, et ne correspond donc pas à la réalité du marché secondaire.

⁶³⁹ V. J. Redenius-Hoevermann, *op. cit.*, n° 258, notant que selon la méthode de calcul forfaitaire, proposée par le projet *KapInHag*, tout manquement à l'obligation d'information conduit à un dommage de l'actionnaire.

⁶⁴⁰ J. Redenius-Hoevermann, *ibid.*, fait observer que, comme la réparation en nature, cette méthode conduit à un transfert de l'aléa boursier, qui ne pèse plus sur l'investisseur mais sur l'émetteur ou le dirigeant. Adde K. Deckert, *ibid.*, qui estime la période de calcul du cours trop longue, plusieurs facteurs exogènes pouvant se produire sur une si longue durée, ce qui augmente le risque de transfert de l'aléa boursier. Dans le même sens, M. Casper, art. préc., p. 103 et 104, citant notamment R. Veil, *Die Haftung des Emittenten für fehlerhafte Information des Kapitalmarkts nach dem geplanten KapInHag*, BKR, 2005, p. 91, spéc. p. 96 ; K. Sauer, art. préc., p. 24, spéc. p. 32.

que le législateur se soucie de leur indemnisation. On n'agit que pour dire que l'on agit. De sorte qu'aucune indemnisation effective n'existe encore en Allemagne sur le marché secondaire pour information publique défectueuse⁶⁴¹ ...

Le débat doctrinal ne manque pas, lui aussi, de surprendre. On y retrouve, classiquement, la *summa divisio* entre altération de la décision et altération du cours. La réparation de l'altération de la décision concrète déterminante suscite les réserves habituelles, en ce qu'elle conduit à un transfert de l'aléa boursier de l'investisseur au responsable, faisant du second l'assureur du premier. Elle suscite également des critiques, plus spécifiques au droit allemand, quant à sa forme. En effet, en droit allemand de la responsabilité civile, le principe est de privilégier, dans la mesure du possible, la réparation en nature. Or, en matière d'information publique défectueuse sur le marché secondaire, une telle réparation en nature se traduit par la restitution du prix d'achat par la responsable contre remise des titres, alors que celui-ci ne les a jamais détenus en raison de sa qualité de tiers à la transaction initiale. Certains auteurs s'opposent ainsi à une telle réparation en nature sur le marché secondaire en estimant qu'elle n'est pas adaptée à une situation où le responsable est un tiers à la transaction ; d'autres considèrent, au contraire, que le but de la responsabilité civile est de replacer la victime dans la situation qui aurait été la sienne sans la faute, peu important les conséquences pour le responsable.

Toutefois, c'est au regard de la réparation de l'altération du cours que le débat doctrinal est le plus étonnant. Certains auteurs sont en effet partisans d'une telle réparation, en vue d'assurer l'effectivité de la responsabilité civile sur le marché secondaire et d'éviter un transfert de l'aléa boursier de l'investisseur au responsable. Ils adoptent toutefois, à cet égard, une conception restrictive de la causalité, alors qu'on aurait pu s'attendre qu'ils n'exigent que la preuve de l'altération du cours par l'information. Certains vont jusqu'à exiger la preuve, quasi impossible, de l'altération concrète déterminante de sa décision par l'investisseur, faisant fi de

⁶⁴¹ Et ce alors qu'un mécanisme de « *procédure modèle* » a été adopté en matière financière par le droit allemand, par le *KapitalanlegerMusterverfahrensgesetz (KapMug)*, assurant une certaine forme de réparation collective, puisqu'elle permet à un investisseur de se prévaloir d'une décision modèle rendue par une autre juridiction pour faire valoir ses droits. Après une période d'essai de cinq ans, qui a expiré en 2010, l'application de la loi a été étendue pour une nouvelle période de cinq ans (v. art. 5, *Gesetz zur Einführung einer Musterwiderrufsinformation für Verbraucherdarlehensverträge v. 24 Juli 2010 (BGBl I, 977)*, Art. 9 II des *Gesetzes zur Einführung von Kapitalanleger-Musterverfahren v. 16 August 2005 (BGBl I, 2437 (3095))*). V., notamment, *Model case proceedings in the capital markets – tentative steps towards group litigation in Germany*, C.J.Q., 26 avr. 2007, p. 250.

l'objectif d'effectivité recherché. D'autres, plus réalistes et plus souples, dispensent l'investisseur de cette preuve, mais à la condition que le droit allemand adopte, d'un point de vue théorique, une présomption d'altération de la décision, soit à travers la théorie américaine de la fraude sur le marché, soit à travers la théorie allemande du climat d'investissement, valable en matière de prospectus et en vertu de laquelle lorsqu'une information est particulièrement importante, elle met le public dans une disposition d'achat au regard d'un titre, pouvant faire présumer la causalité. La jurisprudence est ainsi marquée par une relative déconnexion entre le lien de causalité exigé et le préjudice retenu. On reste surpris par une telle intransigeance. En effet, si le droit américain a été contraint d'adopter une présomption artificielle d'altération de la décision par la théorie de la fraude sur le marché, c'est pour répondre à l'impératif de *reliance* du *tort* de fraude de *common law*. Or, le droit allemand ne formule, en aucune manière, une telle exigence, ni au titre de l'article 826 du *BGB*, sur laquelle se fonde la jurisprudence, ni au titre des articles 37b et 37c du *WpHG*. Les réticences à cet égard de la doctrine allemande ne semblent ainsi s'expliquer que par l'influence – peut-être trop grande – qu'exerce sur elle le modèle du droit financier américain. En effet, quelles que soient son ancienneté et l'importance de sa doctrine, le droit financier américain n'est pas un Dieu au pied duquel les autres systèmes juridiques doivent se prosterner. Il connaît, lui aussi, ses insuffisances, ses failles et ses controverses...

Enfin, la doctrine est divisée, classiquement, sur le type d'altération de cours qui doit être privilégiée. Elle hésite, comme en droit américain, mais avec moins de virulence, entre l'approche *ex ante*, conduisant à réparer la surévaluation initiale du prix d'achat, et l'approche *ex post*, n'acceptant de réparer que l'impact exercé sur le cours par la rectification informationnelle. La doctrine a pu proposer, en outre, une méthode forfaitaire d'évaluation de l'altération du cours, dans le cadre d'un choix de politique juridique visant à privilégier la simplicité et la sécurité juridique, compte tenu des difficultés d'évaluation en matière financière, à l'instar de ce qui avait été envisagé dans le projet *KapInHag* en 2004.

Section II - Le régime spécial anglais

284 - **Un dispositif légal spécial. L'intérêt de l'étude du droit anglais**⁶⁴². En droit anglais, comme en droit américain, la *common law* prévoit un remède en cas d'information erronée ou trompeuse à travers les délits de « *présentation frauduleuse* » (*tort of deceit or fraud*)⁶⁴³ et de « *présentation inexacte négligente* » (*tort of negligent misrepresentation*)⁶⁴⁴. Le droit anglais a en outre, comme le droit allemand, adopté un régime légal spécial (*statutory law*) de responsabilité civile sur le marché secondaire, à la section 90A du *Financial Services and Markets Act (FSMA)* de 2000⁶⁴⁵ insérée à l'origine par le *Companies Act* de 2006⁶⁴⁶, afin de répondre aux exigences de l'article 7 de la directive Transparence⁶⁴⁷. Au premier abord, la nécessité d'une étude du droit anglais de la responsabilité civile pour information financière défectueuse sur le marché secondaire ne s'impose pas de manière évidente. Certes, un régime spécial y a été mis en place depuis 2006, mais il ne s'est traduit concrètement par aucune mise en œuvre effective. La différence avec le droit américain est, d'ailleurs, à cet égard flagrante. Toutefois, l'adoption du régime spécial, notamment de sa révision en 2010, s'est accompagnée d'une importante réflexion menée en plusieurs étapes sous l'égide du professeur

⁶⁴² Nous emploierons par commodité le terme de « *droit anglais* » pour viser le droit du Royaume-Uni.

⁶⁴³ S'agissant du délit de présentation frauduleuse (*tort of deceit or fraud*), les conditions sont quasiment identiques à celles du droit américain : la délivrance positive d'une information, une omission n'étant pas suffisante ; la fraude, c'est-à-dire, aux termes de la décision *Derry v. Peek, 1889 WL 10221 (H.L. 1889)*, que la fausse affirmation ait été faite soit en ayant connaissance de son inexactitude (*intention* en droit anglais, c'est-à-dire une faute intentionnelle), soit par imprudence, sans s'être soucié de savoir si elle était exacte ou fausse (*recklessness* en droit anglais) ; outre la fraude, l'intention du défendeur que le demandeur soit influencé par cette information, ou bien une catégorie de personnes dont fait partie le demandeur (par exemple, une société peut être considérée comme ayant voulu influencer un souscripteur d'actions par le prospectus, même si elle ne connaissait pas l'identité de ce souscripteur au moment de l'émission des actions) – en d'autres termes, le simple dol éventuel est insuffisant au regard de la *common law* ; le fait que le demandeur se soit effectivement fondé sur l'information dont il doit donc avoir eu connaissance, c'est-à-dire la *reliance* ; et enfin, un dommage découlant de la décision prise sur la foi cette information.

⁶⁴⁴ V., sur ces *torts*, S.F. Deakin, A. Johnston & B.S. Markesinis, *Markesinis and Deakin's tort law, Oxford University Press, 2008, 6^e éd.*, p. 160 et s.

⁶⁴⁵ *Financial Services and Markets Act 2000, Chapter 8, An Act to make provision about the regulation of financial services and markets; to provide for the transfer of certain statutory functions relating to building societies, friendly societies, industrial and provident societies and certain other mutual societies; and for connected purposes, 14th June 2000.*

⁶⁴⁶ V. la section 1270 du *Companies Act* de 2006. Le *Companies Act* de 2006, qui s'est substitué à celui de 1985, constitue la première source du droit des sociétés au Royaume-Uni (v. *Companies Act 2006, Chapter 46, An Act to reform company law and restate the greater part of the enactments relating to companies; to make other provision relating to companies and other forms of business organisation; to make provision about directors' disqualification, business names, auditors and actuaries; to amend Part 9 of the Enterprise Act 2002; and for connected purposes, 8th November 2006*). Cette loi constitue aujourd'hui le cadre législatif de base en la matière au Royaume-Uni.

⁶⁴⁷ Cf. *supra*.

Paul Davies et du Ministère de l'Economie et des Finances (*HM Treasury*)⁶⁴⁸. La richesse de ces analyses constitue ainsi une source précieuse qu'il convient d'examiner de manière relativement détaillée. En outre, une appréciation critique du nouveau dispositif est également porteuse d'enseignements.

285 - Evolution historique. Première étape : instauration d'un régime spécial sur le marché primaire et maintien de la *common law* sur le marché secondaire. Il est notable qu'après avoir adopté dès la fin du 19^e siècle un régime spécial en matière de prospectus, le législateur anglais ait attendu ensuite plus d'un siècle pour faire de même sur le marché secondaire. En effet, le *Directors Liability Act*⁶⁴⁹ a instauré, dès 1890, une responsabilité civile spéciale sur le marché primaire, aujourd'hui régie par la section 90 du *FSMA* de 2000. Cette loi a constitué alors une réponse législative à la jurisprudence *Derry v. Peek* de 1889, dont il résultait que la croyance sincère en une information fausse pouvait exonérer son auteur de toute responsabilité civile, dès lors que ladite fausse information ne résultait que d'une simple négligence (« *carelessness* ») et non d'une faute intentionnelle ou d'une indifférence à la véracité de l'information (« *recklessness* »). Le législateur de 1890 a réagi en instaurant un régime spécial fondé sur une présomption réfragable de faute, celle-ci pouvant consister en outre en une simple négligence (c'est-à-dire que le défendeur pouvait être tenu pour responsable même s'il avait honnêtement cru, mais du fait de sa négligence, à la véracité de l'information contenue dans le prospectus⁶⁵⁰). Il s'est agi à l'époque d'une innovation remarquable, qui a influencé le législateur américain lors de l'adoption du *Securities Act* de 1933 relatif au marché primaire, les sections 11 et 12 ayant pris modèle sur cette loi. Le Congrès américain a toutefois dès l'année suivante plus que rattrapé son retard par

⁶⁴⁸ Les travaux du professeur Paul Davies ont donné lieu à deux documents : un document de consultation, émis en mars 2007, nommé *Davies Review of Issuer Liability – Liability for misstatements to the market: A discussion paper by Professor Paul Davies QC* (ci-après, « *Davies Discussion Paper* »), puis un document de synthèse émis en juin 2007 tenant compte des réponses apportées au document de consultation, nommé *Davies Review of Issuer Liability: Final Report by Professor Paul Davies QC* (ci-après, « *Davies Final Report* »). Ces deux documents constituent ce qu'il sera convenu d'appeler le « *rapport Davies* ». A la suite du rapport Davies, le *HM Treasury* a, de la même façon, émis en juin 2008 un document de consultation nommé *Consultation Paper* (« *Extension of the Statutory Regime for Issuer Liability* ») (ci-après « *HM Treasury Consultation Paper* »), puis un document présentant la réponse à cette consultation, émis en mars 2010 et nommé *Extension of the statutory regime for issuer liability: a response to consultation* (ci-après, « *HM Treasury Response to Consultation* »).

⁶⁴⁹ *Directors Liability Act, 1890 (53 & 54 Vict. Cap. 64.)*, *An Act to amend the Law relating to the Liability of Directors and others for Statements in Prospectuses and other Documents soliciting applications for Shares or Debentures (18th August, 1890)*.

⁶⁵⁰ P. Davies, *Liability for misstatements to the market*, *Capital Markets Law Journal*, 2010, vol. 5 n° 4, p. 443. V., également, du même auteur, *Liability for misstatements to the market: some reflections*, *Journal of Corporate Law Studies*, oct. 2009, p. 295.

l'instauration d'un cadre légal général relatif aux marchés financiers - en adoptant également le *Securities Exchange Act* de 1934 concernant le marché secondaire -, ce que le Royaume-Uni n'a fait qu'en 1986 avec l'adoption du *Financial Services Act (FSA)*⁶⁵¹, réglementant de manière générale l'industrie des services financiers⁶⁵². La section 90 du *FSMA* de 2000 prévoit également, aujourd'hui, une présomption de causalité, plus précisément de *reliance*, en prévoyant la responsabilité civile des émetteurs et de leurs dirigeants (et des autres personnes ayant consenti à être responsables d'une partie ou de tout le prospectus) en faveur des investisseurs ayant acquis des titres et subi de ce fait un préjudice, sans exiger qu'ils se soient fondés sur le prospectus pour prendre leur décision d'acquisition⁶⁵³.

Une telle intervention législative n'a pas eu lieu hors du domaine du prospectus, avance M. Paul Davies, sans doute parce que les obligations d'information postérieures à l'offre au public sont restées longtemps limitées à celles issues du droit des sociétés (notamment aux rapports et comptes annuels exigés par le *Companies Act*), et que, lorsqu'au 20^e siècle elles se

⁶⁵¹ *Financial Services Act 1986, Chapter 60, An Act to regulate the carrying on of investment business; to make related provision with respect to insurance business and business carried on by friendly societies; to make new provision with respect to the official listing of securities, offers of unlisted securities, takeover offers and insider dealing; to make provision as to the disclosure of information obtained under enactments relating to fair trading, banking, companies and insurance; to make provision for securing reciprocity with other countries in respect of facilities for the provision of financial services; and for connected purposes, 7th November 1986.*

⁶⁵² V. Davies *Discussion Paper*, n° 29. Le *Securities Exchange Act* de 1934 comprenait, en effet, déjà une obligation d'information périodique, une obligation d'information *ad hoc* et un droit d'action en responsabilité civile eu égard à ces informations à la section 18 (ouvert à toute personne qui, sur le fondement d'une telle information, avait acheté ou vendu un titre à un prix affecté par cette information).

⁶⁵³ E. Ferran, *Are US-style investor suits coming to the UK?*, *Journal of Corporate Law Studies*, oct. 2009, p. 315, spéc. p. 319, observe toutefois que la section 90 du *FSMA* a également à ce jour donné lieu à très peu de contentieux, mais que celui-ci pourrait être amené à se développer compte tenu des nouveaux modes de recours collectif en procédure civile, l'Angleterre et le Pays de Galles ayant adopté en 2000 une forme d'action collective de type *opt in* sous le terme de « *group litigation orders* » (*Civil Procedure (Amendment) Rules 2000 (SI 2000/221), rule 9 and schedule 2, CPR, pt 19*, p. 10 et s.). Cette réforme a, toutefois, été considérée comme insuffisante par une partie de la doctrine. V., notamment, R. Mulheron, *Reform for Collective Redress in England and Wales: a Perspective of Need, A Research Paper for Submission to the Civil Justice Council of England and Wales, 2008*, jugeant que l'absence d'action judiciaire engagée par les investisseurs pour information financière défectueuse est d'ailleurs la « *preuve éclatante* » de la nécessité de nouveaux mécanismes de recours collectifs. *Contra* C. Hodges, *From Class Actions to Collective Redress: A Revolution in Approach to Compensation*, 28 *Civil Justice Quarterly* 41 (2009). V., notamment, A. Reisberg, *Evolution récente du mécanisme anglais d'action collective : le régime britannique est-il adapté aux investisseurs ?*, Journ. stés, juill. 2011, n° 89, p. 28, in dossier *L'action de groupe des investisseurs : une ardente nécessité*. Mme Eilis Ferran ajoute que la question du financement du contentieux est également centrale (elle cite notamment J. Peysner, *After Sub Prime*, 27 *Civil Justice Quarterly* 407 (2008) ; R. Mulheron & P. Cashman, *Third party Funding: A Changing Landscape*, 27 *Civil Justice Quarterly* 312 (2008) ; C. Hodges, *Europeanization of Civil Justice: Trends and Issues*, 1 *Civil Justice Quarterly* 96 (2007)). Expliquant que la procédure anglaise repose sur le principe selon lequel les frais de justice incombent à la partie perdante (« *loser pays' rule* »), elle fait part de plusieurs solutions envisageables : l'introduction de « *conditional fee arrangements* », selon lesquels les honoraires d'avocat prévus ne sont dus qu'en cas de succès de l'action mais alors assortis d'un honoraire de résultat ; l'instauration d'une police d'assurance dite « *after the event* » (« *ATE* ») souscrite après le commencement du contentieux et couvrant les différents frais occasionnés par l'action en justice ; le financement par une tierce partie (*third party funding*) en échange d'une part des gains éventuels ; et le développement des transactions de couverture (*hedging transactions*), par lesquelles un demandeur cède à des investisseurs une partie de ses gains éventuels en contrepartie d'un paiement initial.

sont développées, cela a été à l'initiative du *London Stock Exchange (LSE)*, qui ne disposait pas de la compétence nécessaire pour mettre en place un régime de responsabilité civile. Il en est ainsi résulté que la *common law* a continué de s'appliquer aux informations délivrées sur le marché secondaire. M. Paul Davies précise toutefois que le *tort of deceit* ne pouvait pas s'appliquer aussi facilement aux informations délivrées sur le marché secondaire qu'au prospectus, en raison de l'exigence selon laquelle l'auteur de l'information devait avoir eu pour intention que le récipiendaire soit influencé par cette information. Or, cette exigence pouvait aisément être satisfaite pour un prospectus, qui est un document de vente, mais plus difficilement s'agissant d'un rapport annuel principalement destiné aux actionnaires et qui n'avait pas directement pour objet de susciter des décisions d'investissement. Le *tort of negligence* aurait pu trouver à s'appliquer, en ce qu'il appréhende le plus grand nombre possible de comportements et qu'il était déjà en cours d'élaboration par la jurisprudence anglaise au 19^e siècle (initialement pour les préjudices corporels causés par négligence, par exemple dans les usines ou les chemins de fer), mais c'est seulement à partir des années 1960 que la jurisprudence a accepté que ce *tort* puisse s'appliquer au préjudice économique pur⁶⁵⁴. En résumé, avant les années 1960, s'agissant du prospectus, la responsabilité civile pouvait être mise en œuvre par une loi spéciale pour une simple faute de négligence, la *common law* pouvant également être utilisée en cas de faute intentionnelle ou de *recklessness*, alors que ni la *common law* ni une loi spéciale ne permettaient la mise en œuvre de la responsabilité civile s'agissant des informations délivrées sur le marché secondaire⁶⁵⁵.

En outre, s'agissant de l'application du *tort of negligence*, la jurisprudence, ayant admis le principe de la responsabilité civile pour négligence en cas de préjudice économique pur, a défini de manière restrictive les conditions de cette responsabilité dans la célèbre décision *Caparo*⁶⁵⁶ de 1990. La société Caparo, ayant acquis une société cible cotée sur le *LSE* à travers une offre publique précédée d'un ramassage d'actions sur le marché et estimant après coup que les comptes de l'exercice concerné avaient été surévalués, engagea la responsabilité civile des commissaires aux comptes de la société cible, leur reprochant d'avoir fait preuve de négligence en ne détectant pas les irrégularités ou les fraudes en cause et en certifiant lesdits

⁶⁵⁴ *Hedley Byrne & Co Ltd v. Heller & Partners Ltd* [1964] A C 465.

⁶⁵⁵ V. *Davies Discussion Paper*, n° 30 et s.

⁶⁵⁶ [1990] 1 All E R 568, HL.

comptes. Le tribunal de première instance (*trial judge*) rejeta la demande au motif que les commissaires aux comptes n'étant tenus à l'égard de Caparo d'aucun devoir de diligence (*duty of care*), il importait peu qu'ils aient été négligents ou pas. La cour d'appel distingua en revanche deux périodes, celle où Caparo n'était pas encore actionnaire et celle où il l'était devenu, estimant qu'un *duty of care* était bien dû envers les actionnaires sur le fondement des dispositions légales relatives aux comptes et au commissariat aux comptes, et donc au titre de la seconde période. La Chambre des *Lords* confirma la décision de première instance, estimant en effet qu'il ne pouvait exister de *duty of care* abstraitement conçu, mais seulement un devoir d'éviter de causer un préjudice à un demandeur particulier du type de celui qu'il a subi. Elle se fonda sur la finalité des dispositions comptables applicables pour déterminer le champ d'application du devoir en résultant, et considéra que la finalité des dispositions comptables, tout du moins du point de vue des actionnaires, était de leur permettre d'exercer convenablement leurs droits d'associé vis-à-vis des dirigeants sociaux (*governance rights*), par exemple par le remplacement de ces derniers, et non pas de prendre des décisions d'investissement. Il en résultait en d'autres termes qu'aucun *duty of care* n'était dû par les commissaires aux comptes à l'égard des investisseurs, peu important qu'ils fussent ou non actionnaires.

La Chambre des *Lords* rappela toutefois la solution déjà énoncée par la jurisprudence selon laquelle les commissaires aux comptes pouvaient être tenus responsables lorsqu'ils avaient assumé la responsabilité de l'exactitude des comptes à l'égard d'une personne particulière et dans le cadre d'une transaction définie. Elle distingua ainsi la responsabilité à l'égard du marché au sens large et la responsabilité à l'égard d'un demandeur déterminé et d'une transaction déterminée. Dans le premier cas, les commissaires aux comptes, et par extension les dirigeants et la société ne pouvaient être tenus responsables de leur négligence à l'égard des investisseurs en cas d'inexactitude des comptes ; cela aurait présenté notamment, explique M. Paul Davies, le risque d'une responsabilité indéfinie quant à son montant, sa durée et le cercle des demandeurs potentiels⁶⁵⁷. Dans le second cas, les commissaires aux comptes pouvaient en revanche être tenus responsables car ils pouvaient refuser de s'engager relativement à l'exactitude des comptes, négocier les conditions de leur engagement ou

⁶⁵⁷ Il cite à cet égard la décision américaine *Ultramares Corp. v. Touche, Niven & Co.*, 174 N.E. 441 (N.Y. 1931) : « *liability in an indeterminate amount for an indeterminate time to an indeterminate class* ».

décliner leur responsabilité. En conclusion, la décision *Caparo* n'a pas modifié l'état du droit quant à la responsabilité civile relative aux informations diffusées sur le marché secondaire ; celle-ci restait exclue hormis dans le cas où le défendeur savait qu'une personne particulière était susceptible d'utiliser les états financiers dans le cadre d'une transaction particulière que le défendeur connaissait ou aurait dû connaître⁶⁵⁸. En d'autres termes, la relativité aquilienne de la *common law* empêchait quasiment toute mise en œuvre effective de celle-ci sur le marché secondaire.

Il était ensuite inévitable, selon M. Paul Davies, que l'intervention de l'Union européenne dans le domaine des marchés financiers à partir des années 1970 posât tôt ou tard la question de la nécessité d'un régime spécial sur le marché secondaire. Le problème ne suscita toutefois l'attention du gouvernement britannique que lors de l'adoption de la directive Transparence en 2004⁶⁵⁹, et notamment de son article 7⁶⁶⁰ exigeant que les régimes de responsabilité nationaux soient effectifs en matière d'information périodique. De fait, la directive Transparence n'imposait en son article 7 aucunement la mise en œuvre d'un régime spécial de responsabilité civile eu égard aux informations périodiques, mais seulement que chaque Etat membre applique ses régimes de responsabilité existants auxdites informations. Elle a suscité, toutefois, un débat important au Royaume-Uni. D'un côté, certains auteurs, faisant prévaloir la primauté de la finalité de la règle au regard de la possibilité d'une action en responsabilité civile en *common law*, émettaient l'idée que les exigences d'information de la directive Transparence émanaient d'un esprit général de protection de l'investisseur, et pouvaient ainsi

⁶⁵⁸ V. *Davies Discussion Paper*, n° 40 et s.

⁶⁵⁹ Les directives Transparence et Abus de marché ont été transposées en droit anglais par une modification du *FSMA* consistant notamment à conférer davantage de pouvoirs réglementaires à l'autorité administrative (alors, la *Financial Services Authority (FSA)*). Celle-ci en a fait usage en établissant les *Disclosure and Transparency Rules (DTR)*, transposant ces directives, en lieu et place des *Disclosure Rules*. Par ailleurs, la directive Transparence étant une directive d'harmonisation minimale, les Etats membres peuvent ajouter de nouvelles obligations d'information ; la *FSA* a fait usage de cette prérogative au moyen des *Listing Rules (LR)*. Le régime de sanction administrative des abus de marché relève de la compétence de l'autorité administrative (aujourd'hui, la *Financial Conduct Authority (FCA)*), sur laquelle repose l'essentiel du *public enforcement*. La *FCA* peut sanctionner un abus de marché à l'encontre de toute personne (*FSMA 2000*, sections 118 et 123), et dispose également à cet égard d'un pouvoir de demander judiciairement une restitution ou une injonction (*FSMA 2000*, sections 381 à 383). La *FCA* peut également engager des poursuites pénales pour certains délits (notamment, *FSMA 2000*, sections 387(1), 387(2) et 397(3) s'agissant des abus de marché). Le pouvoir de restitution de la *FCA* ne semble que très rarement utilisé (v. *Davies Discussion Paper*, n° 60 à 63, observant également en 2007 l'usage limité par l'autorité de régulation de son pouvoir de sanction).

⁶⁶⁰ Pour rappel, Directive Transparence, art. 7 : « les Etats membres veillent à ce que la responsabilité des informations à élaborer et à publier conformément aux articles 4, 5, 6 et 16 incombe au moins à l'émetteur ou à ses organes d'administration, de direction, ou de surveillance et à ce que leurs dispositions législatives, réglementaires et administratives en matière de responsabilité s'appliquent aux émetteurs, aux organes visés par le présent article ou aux personnes responsables au sein des émetteurs ».

légitimement aboutir à un élargissement du champ de la responsabilité civile sur le marché secondaire et à une remise en cause par les tribunaux de la jurisprudence *Caparo*, quand bien même telle n'était pas l'intention de la directive. D'un autre côté, d'autres auteurs considéraient que les motifs de politique juridique à l'encontre d'une responsabilité pour négligence à l'égard des investisseurs au sens large, notamment le caractère indéterminé de la responsabilité, demeuraient tout aussi importants en dépit du changement de finalité de la réglementation ; plus précisément disaient-ils, le but de la législation est certes bien d'informer les investisseurs, mais cela est sans rapport avec la question de savoir s'il faut sanctionner les comportements défectueux par une responsabilité civile qui viendrait s'ajouter aux sanctions administratives. Pour M. Paul Davies, la possibilité d'une remise en cause de la solution restrictive issue de la décision *Caparo* était sérieuse, étant donné que le Plan d'action européen pour les services financiers avait bien eu pour effet de placer les obligations d'information à la charge des sociétés dans un tout autre cadre, celui des marchés financiers et non celui du droit des sociétés ; tel est le cas notamment, selon lui, de l'obligation de communiquer toute information privilégiée, qui ne connaît pas d'équivalent en droit des sociétés, et dont la raison d'être est plus l'information et la protection du marché que l'information des actionnaires, ainsi que des informations périodiques autres qu'annuelles, en ce qu'elles ne présentent pas de lien nécessaire avec la tenue d'une assemblée générale, mais visent plutôt à informer le marché⁶⁶¹.

286 - **Evolution historique. Deuxième étape : instauration d'un dispositif spécial, la version originale de la section 90A du FSMA.** Répondant à cette crainte, un dispositif spécial a été adopté en 2006 par le *Companies Act*, mais qui présentait un contenu minimal. La première version de la section 90A ne couvrait en effet, d'une part, que les informations périodiques visées par la directive Transparence (annuelles, semestrielles et trimestrielles), et non les informations privilégiées dont la communication ponctuelle était requise par la directive Abus de marché, celle-ci ne contenant aucun équivalent à l'article 7 de la directive Transparence, et d'autre part, que les émetteurs dont les titres étaient admis aux négociations sur un marché réglementé (*regulated market*) et non sur un marché organisé (*exchange-regulated market*)

⁶⁶¹ Pour une description détaillée de ces aspects historiques, v. *Davies Discussion Paper*, n° 23 et s.

comme l'*Alternative Investment Market (AIM)*, ou un système multilatéral de négociation au sens de la directive MIF.

Le régime de responsabilité retenu, modelé sur le *tort* de fraude de la *common law*, présentait en outre des caractéristiques particulièrement restrictives. Premièrement, s'agissant de la faute, la responsabilité était limitée à la fraude, ce qui excluait la négligence contrairement à ce qu'il en était en matière de prospectus ; en d'autres termes, l'auteur de l'information au sein de l'émetteur devait soit avoir connaissance de la fausseté de l'information (faute intentionnelle), soit avoir commis une imprudence en ne se souciant pas de l'exactitude de l'information⁶⁶². Deuxièmement, s'agissant du lien de causalité, le demandeur devait prouver qu'il s'était fondé sur la fausse information pour prendre sa décision d'investissement et qu'il était raisonnable de le faire dans les circonstances données (*reasonable reliance*), ce dont il résultait que le demandeur ne devrait pas avoir gain de cause s'il avait un moyen de vérifier l'information, mais avait choisi de ne pas l'utiliser ; cette exigence de *reasonable reliance* rapprochait fortement le régime spécial de la *common law*. Troisièmement, s'agissant du cercle des défendeurs, les personnes autres que l'émetteur, par exemple les dirigeants sociaux, ne pouvaient être tenus pour responsables envers les investisseurs, mais leur responsabilité pouvait en revanche être retenue à l'égard de l'émetteur lui-même⁶⁶³. Quatrièmement, s'agissant du cercle des demandeurs, seuls les investisseurs ayant acquis des titres pouvaient agir en responsabilité civile en application du régime spécial, ce qui par conséquent excluait les investisseurs ayant vendu, conservé ou s'étant abstenus d'acheter⁶⁶⁴. Le régime spécial présentait toutefois un peu plus de souplesse que la *common law* en s'en écartant sur deux points : l'absence d'exigence d'une intention de provoquer une influence chez le destinataire de l'information - l'exigence, si elle pouvait être satisfaite en matière de prospectus, était particulièrement mal adaptée s'agissant des informations périodiques -, et l'application aux pures omissions, c'est-à-dire le fait de passer sous silence un fait nouveau sans qu'il rende

⁶⁶² En outre, dans le cas d'une omission, le défendeur devait savoir que celle-ci constituait une dissimulation malhonnête (« *dishonest concealment* ») d'un fait significatif. V. Section 90A (4), version originale.

⁶⁶³ Section 90A (6)(b), version originale.

⁶⁶⁴ Section 90A (3) et (6)(a), version originale. En outre, les investisseurs ne pouvaient agir qu'au titre du régime spécial dans le champ d'application couvert par celui-ci ; il en résultait que les investisseurs ayant vendu, conservé ou s'étant abstenus d'acheter se trouvaient également privés d'agir au titre de la *common law*.

trompeuses des informations déjà données, alors que la *common law* ne s'appliquait qu'aux omissions qui rendaient trompeur ce qui avait été préalablement communiqué⁶⁶⁵.

287 - **Evolution historique. Troisième étape : la révision de la section 90A du FSMA.** Prenant en compte le caractère restrictif de la version première du régime spécial, le *HM Treasury* a mandaté en octobre 2006 le professeur Paul Davies de la *London School of Economics* aux fins de déterminer si le dispositif devait être révisé, comme la section 90B en avait d'ailleurs réservé la possibilité. Les *Financial Services and Markets Act (Liability of Issuers) Regulations 2010*⁶⁶⁶ ont ainsi modifié la section 90A et inséré une annexe, dite *Schedule 10A*, au sein du *FSMA*, entérinant la plupart des recommandations formulées par le rapport Davies. Le champ d'application du dispositif se trouve étendu au regard des marchés, des comportements et des informations couverts. Il s'applique désormais à tous les émetteurs ayant consenti⁶⁶⁷ à l'admission de leurs titres aux négociations sur un marché de titres, ce qui comprend à la fois les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociation au sens de la directive MIF (notamment les marchés organisés, dont l'*AIM*), et leurs équivalents dans l'Espace Economique Européen⁶⁶⁸. La seconde extension concerne les informations couvertes, qui ne se limitent désormais plus aux informations périodiques, mais couvrent également les informations *ad hoc* communiquées de manière ponctuelle au marché⁶⁶⁹. La

⁶⁶⁵ V. *Davies Discussion Paper*, n° 54 et s.

⁶⁶⁶ *Statutory Instruments*, 2010, n° 1192. Les nouvelles dispositions s'appliquent aux informations publiées à compter du 1^{er} octobre 2010.

⁶⁶⁷ Sur cette notion, cf. *infra*.

⁶⁶⁸ *Schedule 10A*, parag. 1(1) et 8(1)(b).

⁶⁶⁹ *Schedule 10A*, parag. 4. Le législateur a suivi les recommandations du rapport Davies qui avait préconisé d'étendre le dispositif spécial aux informations *ad hoc* pour trois raisons : premièrement, certaines informations *ad hoc* vont par la suite apparaître dans les informations périodiques requises par la directive Transparence ; deuxièmement, est source de confusion l'existence de deux régimes de responsabilité distincts selon que l'information est exigée au titre de la directive Transparence ou de la directive Abus de marché ; troisièmement, il n'existe pas de distinction de principe entre ces deux types d'information en termes de responsabilité civile (*Davies Final Report*, n° 31 et s.). *Adde A. Sotiropoulou, op. cit.*, n° 485, expliquant que, les communications *ad hoc* pouvant souvent être reproduites dans les rapports financiers annuels ou semestriels, deux personnes qui investissaient dans la même société en s'appuyant sur la même information pouvaient agir en responsabilité sur deux fondements distincts, celui du droit commun et celui du droit spécial du *FSMA*, ce dont il résultait que la négligence pouvait seulement être sanctionnée en vertu du droit commun alors même que l'émetteur dispose de plus de temps pour préparer l'information dans le cadre de son obligation d'information périodique que dans celui de son obligation d'information permanente. Cette incohérence a finalement été levée par la réforme de 2010. Le dispositif nouveau vise plus précisément les informations délivrées au marché par des « *moyens reconnus* » (« *recognized means* ») ou dont la disponibilité est annoncée par l'émetteur par des « *moyens reconnus* ». Un « *moyen reconnu* » est soit un « *service d'information reconnu* » (« *recognised information service* ») (*RIS*), c'est-à-dire un service utilisé pour la diffusion de l'information au marché, tel que prévu notamment par l'article 21 de la directive Transparence), soit un autre moyen exigé ou autorisé au titre de la diffusion de l'information au marché en question, ou au public, lorsqu'un service d'information reconnu est indisponible. La conséquence pratique est le dispositif couvre désormais l'ensemble des informations délivrées par l'émetteur même sur une base volontaire (v. P. Davies, *Liability for misstatements to the market, Capital Markets Law Journal*, 2010, vol. 5 n° 4, p. 443, spéc. p. 448).

troisième extension concerne le cercle des demandeurs : alors que sous l'ancien régime de la section 90A, le cercle des demandeurs se limitait aux investisseurs ayant acquis des titres, il est désormais étendu aux investisseurs ayant vendu ou conservé les titres⁶⁷⁰. S'agissant des caractéristiques générales du régime, elles ont pour l'essentiel été maintenues, conformément aux recommandations formulées par le rapport Davies ; la responsabilité civile reste notamment limitée à la fraude commise par l'émetteur. Enfin, le dispositif légal exclut la mise en œuvre de toute autre forme de responsabilité civile, notamment celle prévue par la *common law*, pour le préjudice causé par les manquements de l'émetteur entrant dans son champ d'application⁶⁷¹.

Aux termes de cette évolution historique, l'on remarque en définitive que le droit anglais, encore plus que le droit allemand, n'a pas cherché à établir véritablement un régime spécial effectif de responsabilité civile sur le marché secondaire. En effet, d'une part, le régime légal vise pour l'essentiel à délimiter le champ d'application de la responsabilité et à définir la nature ou le degré de la faute requise, laissant le soin à la jurisprudence de régler les questions ardues touchant au préjudice. D'autre part, il exige, de fait, une faute particulièrement grave et, surtout, une preuve effective d'altération concrète de la décision de la part de l'investisseur, en s'abstenant de poser une quelconque présomption de causalité en la matière. Le régime légal spécial adopté n'apparaît ainsi, à l'instar du régime allemand, que comme un régime « *alibi* », ne manifestant aucun volontarisme réel. Le droit anglais se caractérise, ainsi, comme un régime fondé sur deux conditions : la fraude ou la malhonnêteté de l'émetteur (**Paragraphe 1**), et l'altération prouvée de la décision de l'investisseur (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - **La condition de fraude ou de malhonnêteté de l'émetteur**

288 - **Le maintien du caractère restrictif de la faute.** Si la section 90A modifiée et le nouveau *Schedule 10A* du *FSMA* étendent le champ d'application du dispositif spécial *ratione materiae*, aussi bien du point de vue des informations, des comportements que des marchés couverts, ils en maintiennent les dispositions essentielles consistant, du point de vue de la

⁶⁷⁰ *Schedule 10A*, parag. 3(1).

⁶⁷¹ *Schedule 10A*, parag. 7(1). Le dispositif légal n'exclut pas en revanche la responsabilité pénale, le prononcé de sanctions administratives (« *civil penalties* » en droit anglais) ou de *restitution orders*.

faute, dans l'exigence d'une fraude ou d'une malhonnêteté (**A**), et l'exclusion *ratione personae* des personnes n'ayant pas la qualité d'émetteur (**B**).

A - L'exigence d'un comportement frauduleux ou malhonnête

- 289 - **Un degré élevé d'exigence quant à la faute.** Le régime spécial se caractérise par un degré particulièrement élevé d'exigence en termes de faute. Et ceci tant pour la diffusion d'informations fausses ou trompeuses qui requiert l'exigence d'une fraude (**1**), que pour l'omission ou le retard dans l'information qui requiert l'exigence d'une malhonnêteté (**2**).

1 - L'exigence d'une fraude dans la diffusion d'une information

- 290 - **Une question centrale du rapport Davies : l'extension à la négligence ?** La question de la faute a été au cœur du rapport Davies, et a donné lieu à des réflexions approfondies⁶⁷². La définition de fraude initialement adoptée sur le modèle du *tort* de fraude était restrictive, couvrant soit la faute intentionnelle soit la *recklessness*, et empêchait ainsi la mise en cause de la responsabilité civile en cas de croyance dans la véracité de l'information. Le régime spécial étant modelé sur la *common law*, il s'agissait principalement de déterminer si le régime spécial devait, au-delà, être étendu à la négligence. Adoptant les recommandations du rapport Davies, le dispositif modifié maintient la limitation à la fraude, excluant ce faisant aussi bien la responsabilité civile pour simple négligence (**a**) que pour négligence grave (**b**).

a - L'exclusion de la négligence simple

- 291 - **Le rapport Davies. Observations d'ordre théorique.** Après avoir rappelé que la section 90A s'appuie sur la définition de fraude de la *common law*, M. Paul Davies se livre à d'intéressantes observations d'ordre théorique sur la comparaison entre le *tort of deceit* et le *tort of negligence*. Il explique que dans le *tort of negligence*, le standard de comportement requis est celui qu'adopterait la personne raisonnable (*the reasonable person*) placée dans la même situation, et constitue donc un standard particulièrement flexible ; cette flexibilité est

⁶⁷² V. *Davies Final Report*, n° 6 et s.

requis parce que ce *tort* s'applique à un large éventail d'activités dans la société, telles que la conduite d'un véhicule à moteur, la direction d'un chemin fer ou d'une usine, ou bien encore la mise en œuvre de traitements médicaux, et qui peuvent donc se trouver fort éloignées du problème relatif à l'information des marchés financiers. Il ajoute que, comme pour tous les standards, l'apport de la loi sur les exigences à mettre en œuvre afin de le respecter demeure très limité ; c'est l'application du standard par les tribunaux aux faits d'une espèce particulière qui révèle *a posteriori* ces exigences. Il en conclut que l'application du standard de négligence par le juge reste principalement une question casuistique, étant donné que le comportement d'une personne raisonnable placée dans la même situation ne peut être déterminé sans un examen détaillé des faits de l'espèce et un débat sur le comportement qu'adopterait alors ladite personne raisonnable.

Toute autre est la configuration du *tort of deceit*, poursuit-il, puisqu'il a été développé par la *common law* au regard du cas spécifique de la fausse information. Il est ainsi formulé en des termes bien plus précis, puisque comme l'a affirmé en 1889 la Chambre des Lords dans la décision *Derry v. Peek*, une personne est responsable au regard de ce *tort* seulement si elle savait que l'information donnée était fausse (faute intentionnelle) ou ne s'est pas souciée de savoir si elle était vraie ou fausse et qu'elle s'est avérée fausse (*recklessness*). Il en résulte qu'une croyance sincère dans la vérité de l'information s'opposera à toute mise en cause de la responsabilité, peu important de savoir dans quelle mesure la fausseté de l'information aurait pu être aisément découverte. Ainsi, le *tort of deceit* constitue davantage une règle précisément définie qu'un standard, règle qui pourrait être formulée de la manière suivante : « *ne délivre pas une information à moins que tu ne la tiennes pour exacte* ». Il en conclut qu'il est ainsi, pour une personne s'appêtant à communiquer au marché, bien plus aisé de savoir par avance ce que requiert le *tort* de *deceit* que celui de *negligence*. En outre, ajoute-t-il, étant donné que l'analyse dans le *tort* de *deceit* se limite à ce que le défendeur savait ou croyait, et non dans ce qu'aurait fait une personne raisonnable placée dans la même situation, l'examen des faits dont dépend la responsabilité est plus restreint.

292 - **Le rapport Davies. Le risque d'une communication défensive.** Après ces observations d'ordre théorique, le professeur Paul Davies rejette, en matière spécifique d'information financière, une responsabilité fondée sur la simple négligence au motif principal qu'elle n'aurait pas pour effet de promouvoir une information complète et rapide, mais encouragerait davantage une information moins diligente, défensive et insipide, les émetteurs prenant plus

de temps et dépliant davantage pour vérifier l'exactitude des informations. Elle serait notamment contraire à l'exigence de rapidité de la délivrance des informations *ad hoc* sur les marchés financiers. Il ajoute que même si la plupart des informations délivrées aux marchés financiers sont des informations obligatoires, les règles les prescrivant ne peuvent pas préciser de manière parfaitement complète leur contenu. Une responsabilité civile pour simple négligence imposerait ainsi en pratique aux émetteurs une obligation d'exactitude maximale ; or, ajoute-t-il, le gain en matière d'exactitude serait alors probablement plus que compensé par la perte de contenu, d'intérêt et de rapidité de l'information délivrée.

Il rappelle en outre, s'agissant de l'objectif de dissuasion des émetteurs, que dans le cadre de la responsabilité envers l'autorité de marché, le standard est bien celui de la simple négligence⁶⁷³, ce qui peut être considéré comme suffisant. Certes, fait remarquer M. Paul Davies, une question se pose alors : si les règles de la *FCA* sanctionnant la simple négligence n'ont pas pour effet de réduire la qualité de l'information délivrée au marché, pourquoi en serait-il autrement de la responsabilité civile ? Et si les règles de la *FCA* ont déjà cet effet négatif, pourquoi confiner la responsabilité civile à la fraude ? La question, explique-t-il, n'est pas de savoir si un standard de négligence doit s'appliquer de manière générale au regard des informations délivrées aux marchés financiers, mais si ce standard doit être appliqué seulement par l'autorité administrative dans le cadre de son pouvoir de sanction ou doit également être retenu par le droit de la responsabilité civile. Il observe à cet égard que, eu égard à la fonction de dissuasion, la responsabilité civile est fondamentalement spécifique en ce que l'étendue de celle-ci dépend non de la gravité de la faute, mais de l'ampleur du préjudice, qui est généralement décorrélé de la gravité de la faute et peut être particulièrement important pour des titres fortement négociés. La perspective d'une responsabilité très lourde pour un écart mineur par rapport au comportement théorique de la personne raisonnable est ainsi d'autant plus susceptible d'induire les défendeurs potentiels à une communication défensive et de peu d'intérêt. La *FCA* est, en revanche, tenue de prendre en considération la gravité de la faute dans le prononcé des sanctions administratives, et a donc davantage les moyens d'éviter que ses sanctions n'entraînent une information par trop défensive.

⁶⁷³ V. notamment *FCA, Disclosure and Transparency Rules (DTR)*, 1.3.4 et 1A.3.2 : « *an issuer must take all reasonable care to ensure that any information it notifies to a RIS is not misleading, false or deceptive and does not omit anything likely to affect the import of the information* ».

293 - **Le rapport Davies. Le risque du développement d'un contentieux abusif.** De la même façon, ajoute-t-il, le risque de dissuasion excessive (« *over-enforcement* ») serait bien moins prégnant s'agissant des sanctions administratives, même prononcées pour simple négligence. En effet, explique-t-il, le risque en matière de responsabilité civile est le développement d'un contentieux abusif (*speculative litigation*), tel que celui que l'on voit se développer aux Etats-Unis, que le défendeur va préférer régler par voie de transaction plutôt qu'en allant au procès - le problème étant exacerbé si les avocats ou d'autres parties tierces finançant le contentieux ont un intérêt à engager ces actions parce que, par exemple, une partie substantielle du montant de la transaction est supposé leur revenir. Or, ajoute-t-il, le développement d'un contentieux abusif n'est pas un phénomène culturel propre aux Etats-Unis ; il dépend en réalité de la structure du contentieux civil et peut se développer dès lors que cette structure le permet et la question est donc, dès lors, de savoir si les règles de procédure civile au Royaume-Uni favorisent ou non ce contentieux. S'agissant des actions en responsabilité civile engagées pour fraude, il relève trois différences importantes avec les Etats-Unis : l'absence généralement de procès avec un jury (*jury trial*) au Royaume-Uni ; la facilité avec laquelle un défendeur peut, au Royaume-Uni, obtenir à un stade précoce de la procédure le prononcé du rejet de l'action (*dismissal* ou *strike out*) dans un cas de fraude si le demandeur n'est pas en mesure d'apporter la preuve de celle-ci ; les incitations moindres pour les cabinets d'avocats ou d'autres parties à financer un contentieux abusif au Royaume-Uni, à la fois parce que le financement en échange d'une partie des sommes éventuellement recouvrées n'était pas clairement autorisé en dehors du champ des demandes des sociétés en faillite, et en raison de la règle de répartition des coûts du procès selon laquelle la partie perdante paie en général au moins une partie des frais de la partie triomphante. Il en déduit que la responsabilité pour fraude ne constitue pas une menace sérieuse de contentieux abusif au Royaume-Uni, mais que la situation pourrait être différente en matière de négligence puisque, celle-ci étant de nature factuelle et ne pouvant être tranchée que lors du procès, il devient alors plus difficile de rejeter une affaire à un stade précoce de la procédure. Le risque est donc réel, selon lui, que l'instauration d'une responsabilité civile pour négligence génère des demandes en justice abusives pour des montants importants, ce qui inciterait les émetteurs à transiger, l'élargissement des possibilités de financement d'un contentieux de masse ne pouvant en outre qu'exacerber le problème. En revanche, les sanctions imposées par l'autorité de marché pour négligence ne connaissent évidemment pas ce type de risque.

294 - **Le rapport Davies. La prépondérance du *public enforcement*.** Plus généralement, M. Paul Davies est dans l'ensemble persuadé que l'essentiel de la dissuasion en matière financière doit reposer sur le *public enforcement* et non sur le *private enforcement* et qu'il n'y a donc pas de difficulté, à cet égard, de limiter le *private enforcement* au domaine de la fraude. Il ajoute que sa position serait différente en l'absence de *public enforcement* : si le contentieux privé était le seul moyen d'obtenir le respect du standard de négligence, l'on pourrait accepter les désavantages et risques liés à ce type de contentieux en vue d'une sanction effective de celle-ci. Mais, dans le système actuel, poursuit-il, c'est à l'autorité de marché que revient le rôle premier de s'assurer que les émetteurs satisfont à leurs obligations d'information avec le soin nécessaire - il estime d'ailleurs dans l'ensemble que l'application des règles assurée par l'autorité de marché est effective - et il n'y a donc pas de raison d'aller au-delà de la fraude en matière de responsabilité civile. S'agissant de l'argument tenant à la circularité de la réparation, M. Paul Davies reconnaît qu'il peut certes valoir aussi bien pour la fraude que pour la négligence, mais il ajoute que la fraude a un effet tellement néfaste sur la confiance de base sur laquelle opère le marché que la responsabilité civile assure dans ce cas une fonction publique appréciable de dissuasion de la fraude, et que l'absence de responsabilité civile pour fraude constituerait, dès lors, un manquement indéniable aux attentes légitimes des investisseurs.

b - L'exclusion de la négligence grave

295 - **L'adoption d'une voie moyenne : la négligence grave ?** Après avoir exclu un standard de négligence simple, le rapport Davies a alors posé la question de savoir si le régime spécial ne devrait cependant pas adopter une sorte de voie moyenne en retenant un standard de négligence grave (*gross negligence*) ; la fraude, sur laquelle est fondé le régime spécial, était en effet particulièrement restrictive puisque limitée à la faute intentionnelle ou à la *recklessness*, et donc exclusive de toute responsabilité en cas de croyance sincère dans la véracité de l'information par le défendeur. M. Paul Davies, bien qu'il observe que la négligence grave est expressément retenue par le dispositif spécial allemand et en droit américain, rejette toutefois son introduction au sein du régime spécial anglais pour des motifs similaires à ceux invoqués pour justifier l'exclusion de la négligence simple. La négligence grave serait, en effet, une nouvelle notion en droit anglais dont les contours ne sont clairement pas définis au sein du *tort of negligence* de *common law* et que le législateur aurait, en tout

état de cause, des difficultés à déterminer précisément, étant donné que la négligence, qu'elle soit simple ou grave, est un standard destiné à s'appliquer de manière flexible dans une grande variété de situations. Cette incertitude conceptuelle conduirait en définitive les émetteurs à appliquer, par prudence et sur les conseils de leurs avocats, un standard équivalent à celui de négligence simple, ce qui entraînerait les mêmes défauts que ceux précédemment évoqués : une communication défensive et insipide, et ce d'autant que les montants en jeu peuvent être très importants, et le risque du développement d'un contentieux abusif. Enfin, la négligence resterait en tout état de cause sanctionnée au titre du *public enforcement* qui, lui, prend en compte le degré de la faute. M. Paul Davies estime ainsi que, dans l'ensemble, ce régime assurerait un équilibre entre le *private enforcement* et le *public enforcement*, le *private enforcement* ayant un rôle significatif, mais subordonné⁶⁷⁴.

296 - **La distinction entre négligence grave et *recklessness*.** Après avoir rappelé que dans le *tort of deceit* de *common law*, sur lequel est modelé le régime spécial, la notion de fraude recouvre deux comportements : soit la faute intentionnelle, c'est-à-dire que l'auteur de l'information doit avoir su que l'information était fautive, soit la *recklessness*, c'est-à-dire que l'auteur de l'information doit ne pas s'être soucié de savoir si elle était vraie ou fautive, ce dont il résulte qu'une croyance sincère dans la véracité de l'information empêche ainsi la mise en œuvre de la responsabilité civile, M. Paul Davies met en exergue la ligne de démarcation nette existant entre la notion de *recklessness*, qui pourrait engager la responsabilité civile, et celle de négligence grave, qui serait, quant à elle, exclue. Le critère entre ces deux notions serait en effet la présence ou l'absence d'une croyance sincère dans la véracité de l'information, peu important le caractère irrationnel de cette croyance. La question serait alors d'ordre probatoire. Les tribunaux devraient, selon lui, adopter une approche assez restrictive à cet égard. Notamment, l'affirmation de la croyance dans l'information devrait être crédible, et la personne qui aurait pu vérifier facilement la vérité de l'information et avait intérêt à le faire pourrait ne pas être crue. Le risque de ne pas être cru devrait aussi encourager les auteurs des informations à vérifier préalablement les faits faisant l'objet d'une communication au marché⁶⁷⁵.

⁶⁷⁴ *HM Treasury Consultation Paper*, n° 2.7 et 2.8.

⁶⁷⁵ M. Paul Davies observe que le droit américain ne présente pas une distinction aussi nette. Il ajoute, toutefois, que même en droit anglais, la notion de *recklessness* peut être une notion fuyante.

297 - **Synthèse.** En conclusion, le rapport Davies recommande le maintien du standard de fraude au regard de la responsabilité civile pour fausse information délivrée au marché pour quatre raisons : premièrement, la négligence est un standard de responsabilité flexible, dépendant des faits avec très peu d'indications données par la jurisprudence quant à son application, et qui encouragerait par conséquent une information défensive et de faible intérêt ; deuxièmement, une information imprudente ne resterait pas impunie puisque la négligence est le standard adopté par l'autorité de marché au regard de son pouvoir de sanction ; troisièmement, l'instauration d'une responsabilité civile fondée sur un standard de négligence risque de générer des demandes infondées pour des montants importants bien plus que pour la fraude ; quatrièmement, la négligence grave, qui constituerait un standard nouveau, créerait une insécurité juridique et pourrait entraîner le même risque d'information défensive et de contentieux abusif que le standard de négligence simple. Le gouvernement a repris les recommandations formulées par le rapport Davies et maintenu la limitation de la responsabilité civile à la fraude, celle-ci couvrant à la fois la faute intentionnelle et la *recklessness*.

2 - L'exigence d'une malhonnêteté dans l'omission ou le retard

298 - **L'exigence d'une malhonnêteté dans l'omission ou le retard.** L'omission d'une information dans une publication exigeait déjà une dissimulation malhonnête sous l'empire de la première version de la section 90A. Avec la réforme, le dispositif se voit étendu au retard dans l'information (a), auquel est appliquée la même exigence de dissimulation malhonnête. Cette exigence se voit toutefois définie, et de manière particulièrement restrictive, aux termes du nouveau dispositif (b).

a - L'extension du dispositif au retard dans l'information

299 - **L'extension du dispositif au retard dans l'information.** Le dispositif légal a été étendu sur un point particulier, d'ailleurs débattu, qui est celui du retard dans la délivrance d'informations dès lors que ce retard est malhonnête⁶⁷⁶. M. Paul Davies explique qu'en

⁶⁷⁶ Schedule 10A, parag. 5, *Liability of issuer for dishonest delay in publishing information*.

common law, il n'y a en principe pas de responsabilité pour ne pas avoir parlé, sauf à rendre ce faisant trompeuse une information déjà délivrée. La première version de la section 90A du *FSMA* a retenu également une conception restrictive de l'omission en ne sanctionnant que le cas spécifique de l'omission dans une publication de tout élément qui aurait dû y figurer⁶⁷⁷. Ainsi, même si elle n'a pas expressément requis que cette abstention ait rendu ladite publication trompeuse, la version initiale du régime spécial n'a ainsi envisagé que les omissions relativement à des publications effectuées, c'est-à-dire les informations omises au sein des documents publiés, et non les pures omissions, c'est-à-dire l'absence de toute information. Le retard entre le moment où l'information aurait pu être révélée et celui où elle l'a effectivement été ne pouvant dès lors être considéré comme une omission, la question était donc de savoir si le principe issu de la *common law* devait être davantage érodé en retenant la responsabilité, non seulement pour ne pas avoir tout révélé, mais également pour avoir tardé à informer, c'est-à-dire en cas de retard (*delay*) dans la délivrance de l'information. La question se posait avec d'autant plus d'acuité que le régime devait être étendu aux informations *ad hoc*, dont le principe est la publication immédiate⁶⁷⁸ ; une information privilégiée qui ferait l'objet d'une communication exacte, mais tardive pourrait dès lors engager la responsabilité civile. M. Paul Davies, observant par ailleurs que le législateur allemand a fait le choix d'introduire le cas du retard dans l'information à l'article 37b du *WpHG*⁶⁷⁹, recommande d'étendre le régime spécial aux retards dans l'information, mais de manière restrictive, c'est-à-dire en exigeant, comme pour l'omission, une « *dissimulation malhonnête* » (« *dishonest concealment* »). Il estime que cette extension est d'une importance non négligeable d'un point de vue pratique car les manquements aux obligations d'information proviennent, pour une bonne part, de retards dans la diffusion plutôt que de la diffusion d'informations fausses⁶⁸⁰. La définition qui a été retenue de la notion de dissimulation malhonnête est, en outre, particulièrement restrictive.

⁶⁷⁷ Section 90A(3)(b)(ii), ancienne version : « *the omission from any such publication of any matter required to be included in it* ».

⁶⁷⁸ V. la règle 2.2.9 des *DTR* qui exige une publication immédiate, et la règle 2.5 qui restreint largement les exemptions possibles, notamment aux cas où la publication mettrait en danger des négociations en cours. M. Paul Davies observe que la *FCA* a largement utilisé son pouvoir de sanction à cet égard (v. *Davies Discussion Paper*, n° 83).

⁶⁷⁹ Cf. *supra*.

⁶⁸⁰ P. Davies, art. préc., p. 448 et 449.

b - La définition restrictive de la dissimulation malhonnête

300 - Définition de la notion de dissimulation malhonnête en cas d'omission ou de retard.

L'exigence d'une dissimulation malhonnête (*dishonest concealment*), déjà formulée pour l'omission dans l'ancien dispositif⁶⁸¹, est retenue également dans le cas du retard dans l'information par l'émetteur. Comme pour la diffusion d'une information fautive ou trompeuse, le comportement est apprécié chez une personne en charge d'une responsabilité managériale au sein de l'émetteur⁶⁸². Toutefois, la notion de dissimulation malhonnête, qui ne faisait pas l'objet d'une définition aux termes de l'ancien dispositif, requiert désormais deux conditions cumulatives : premièrement, le retard de publication doit être considéré comme malhonnête par les acteurs réguliers du marché ; deuxièmement, la personne concernée doit avoir eu conscience – ou aurait dû avoir conscience - que son comportement était malhonnête au regard desdits acteurs réguliers du marché⁶⁸³. Il s'agit d'une définition particulièrement restrictive comme le montre son évolution au cours des différents documents émis dans le cadre du rapport Davies.

301 - **Evolution de la définition.** M. Paul Davies commence par observer, dans ses travaux, que la seule exigence d'une intention serait, d'un point de vue de politique juridique, insuffisante parce que, généralement, l'émetteur retarde délibérément la diffusion d'une information pour des motifs légitimes, par exemple, dans le but de délivrer plus tard une information plus complète et donc plus utile. Il n'y a donc pas à cet égard de raison, ajoute-t-il, d'inciter les sociétés à délivrer une information certes rapide, mais de moindre qualité. Estimant qu'un critère plus restrictif que la simple intention est nécessaire, il propose ainsi de retenir, comme tel est déjà le cas pour l'omission, le standard de « *malhonnêteté* » (« *dishonesty* ») et suggère en outre, pour définir ce standard, de retenir un critère finaliste fondé sur le but recherché par le retard. Ainsi, seul engagerait la responsabilité civile le retard dont l'objectif ou, tout du moins, l'objectif essentiel est prohibé, c'est-à-dire plus précisément le retard dont le but est de

⁶⁸¹ *Schedule 10A*, parag. 3(3) et (4). S'agissant des omissions, M. Paul Davies fait remarquer que hormis le cas des « *pures omissions* », l'absence de délivrance d'une information peut rendre l'information effectivement délivrée trompeuse et entrer ainsi dans le cas de diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

⁶⁸² *Schedule 10A*, parag. 8(5).

⁶⁸³ *Schedule 10A*, parag. 6 : « *Meaning of dishonesty. For the purposes of paragraphs 3(3) and 5(2) a person's conduct is regarded as dishonest if (and only if) (a) it is regarded as dishonest by persons who regularly trade on the securities market in question, and (b) the person was aware (or must be taken to have been aware) that it was so regarded* ».

réaliser un profit ou d'infliger un préjudice à l'investisseur dont la décision d'investissement a été influencée⁶⁸⁴. En tout état de cause, le retard dans le but d'informer de manière plus complète ou même de permettre à la société de traiter plus efficacement une situation⁶⁸⁵, n'entrerait ainsi pas dans le champ du dispositif spécial, quand bien même ce retard pourrait par ailleurs constituer une violation des règles de l'autorité de marché. En revanche, le retard dans la publication de mauvaises nouvelles par l'émetteur dans le but de permettre aux dirigeants sociaux de vendre à un meilleur prix des actions obtenues à travers l'exercice de stock options devrait engager la responsabilité civile⁶⁸⁶.

Le gouvernement va toutefois aller au-delà de la définition proposée par M. Paul Davies. Il partage, certes, avec celui-ci l'idée qu'une responsabilité civile doit être introduite dans le cas du retard afin de renforcer l'immédiateté de l'information et parce que le retard peut, tout aussi bien que la diffusion d'une fausse information, créer un marché artificiel et nuire aux investisseurs. Il estime, toutefois, que le champ de cette responsabilité doit être limité au retard illégitime, aucune raison de principe ne permettant de distinguer ces deux situations. Il ajoute toutefois que comme, d'un point de vue probatoire, il est difficile d'inférer la loyauté ou la déloyauté d'un retard des seules circonstances de fait, cette incertitude pourrait accroître l'exposition des émetteurs à des actions contentieuses et les inciter à adopter un comportement défensif.

Il admet que le standard de malhonnêteté fondé sur l'objectif du retard, tel que proposé par M. Paul Davies, permet de faire le départ entre un certain nombre de situations : cela permettrait par exemple la mise en cause de la responsabilité civile dans les cas où les dirigeants ont délibérément retardé la publication dans le but d'acheter ou de vendre des titres sur la base d'informations privilégiées, et de l'écarter en revanche lorsque le retard a pour but de permettre aux dirigeants de mesurer davantage les conséquences de la publication, de conclure des négociations ou de vérifier l'exactitude d'une information avant la publication.

⁶⁸⁴ Il procède, ce faisant, à une analogie avec la section 397 du *FSMA* de 2000, qui incrimine pénalement la « *dissimulation malhonnête* » (« *dishonest concealment* ») de faits significatifs, que ceux-ci soient ou non en rapport avec la délivrance antérieure d'une information, mais seulement si la dissimulation a eu pour but d'induire une personne à adopter ou à ne pas adopter une certaine conduite (essentiellement à prendre ou non une décision d'investissement). C'est l'approche retenue à la section 3 du *Fraud Act* de 2006.

⁶⁸⁵ Il donne l'exemple d'une transaction interdite sur produits dérivés effectuée par un jeune *trader* dont l'annonce tardive au marché peut permettre à l'émetteur de dénouer les positions non autorisées avec une perte moindre (P. Davies, art. préc., p. 449).

⁶⁸⁶ V. *Davies Final Report*, n° 47 et s.

Le gouvernement estime toutefois que la réalisation d'un gain est un critère trop large ; il y a des cas en effet où un émetteur peut souhaiter retarder la publication pour limiter des préjudices potentiels, ce que l'on pourrait considérer comme équivalent à la réalisation d'un gain, alors même que la plupart des participants au marché ne considéreraient pas ce comportement malhonnête⁶⁸⁷. Par conséquent, pour empêcher que les retards favorables à l'émetteur, mais reconnus comme légitimes par le marché n'entrent dans le champ du régime spécial, le gouvernement propose une autre définition, encore plus restrictive, de la malhonnêteté. Celle-ci suppose la réunion de deux critères : premièrement, le retard de publication doit être considéré comme malhonnête selon les standards ordinaires des gens honnêtes et raisonnables ; deuxièmement, la personne concernée doit avoir eu conscience que son comportement était malhonnête selon ces standards. Pour le gouvernement, l'intention de l'émetteur ressortira généralement des procès-verbaux du conseil d'administration et éventuellement des communications avec le régulateur, une violation des règles de l'autorité administrative, dont le champ est plus large, ne constituant pas *ipso facto* un retard malhonnête⁶⁸⁸. Cette définition a été définitivement adoptée par le législateur dans le *Schedule 10A*, à ceci près qu'il a préféré se référer à la perception des investisseurs qui effectuent régulièrement des transactions sur le marché plutôt qu'à celle des gens honnêtes et raisonnables.

302 - **Appréciation critique.** On le voit, cette définition est particulièrement restrictive puisqu'elle va au-delà d'un retard délibéré dans le but de réaliser un gain ou de causer un préjudice à des investisseurs dont la décision d'investissement a été influencée par le retard, c'est-à-dire de la définition pourtant déjà restrictive formulée par M. Paul Davies. Non seulement il faut que le retard soit considéré comme malhonnête par les acteurs réguliers du marché, mais encore que la personne concernée ait eu conscience que son comportement allait être regardé comme tel... Beaucoup de retards peuvent ainsi passer à travers les mailles du filet. Enfin, outre son caractère restrictif, la définition, faisant référence en quelque sorte à la perception de l'investisseur raisonnable – le bon père de famille du droit français –, apparaît particulièrement imprécise. Cela est surprenant dans des travaux dont le postulat de départ est

⁶⁸⁷ On peut penser à l'exemple, donné par M. Paul Davies, d'une transaction interdite sur produits dérivés effectuée par un jeune trader dont l'annonce tardive au marché peut permettre à l'émetteur de dénouer les positions non autorisées avec une perte moindre.

⁶⁸⁸ *HM Treasury Consultation Paper*, n° 6.1 et s ; *HM Treasury Response to Consultation Paper*, n° 7.1 et s.

précisément qu'il faut éviter l'incertitude dans la loi, en ce qu'elle peut conduire à une communication défensive de la part des émetteurs par manque de sécurité juridique.

B - La limitation à l'émetteur

303 - **La limitation du dispositif à l'émetteur.** Le régime spécial exclut la responsabilité civile des défendeurs autres que l'émetteur (2), notion qu'il convient au préalable de définir (1).

1 - La définition de l'émetteur responsable

304 - **La définition problématique de l'émetteur responsable dans des situations particulières.** A dire vrai, la définition de l'émetteur responsable au titre du régime spécial ne pose problème qu'au regard de deux situations particulières : celles faisant intervenir des titres « complexes » (a) et les situations comprenant un élément d'extranéité (b).

a - Le cas des titres « complexes »

305 - **Préalable : le champ d'application matériel du dispositif quant aux instruments financiers.** Le champ d'application matériel du dispositif est défini par référence au droit européen. En effet, aux termes du paragraphe 8(1) du *Schedule 10A*, le régime spécial s'applique aux « *transferable securities* » au sens de la directive MIF⁶⁸⁹. Selon cette disposition, les *transferable securities*, que la directive traduit par le terme de « *valeurs mobilières* », sont les catégories de titres négociables sur les marchés de capitaux (à l'exception des instruments de paiement), telles que les actions de sociétés et autres titres équivalents, les obligations et les autres titres de créance ainsi que toute autre valeur donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs ou donnant lieu à un règlement en espèces, fixé par référence à des valeurs mobilières, à une monnaie, à un taux d'intérêt ou rendement,

⁶⁸⁹ V. *Schedule 10A*, parag. 8(1) : « '*securities*' means transferable securities within the meaning of Article 4.1.18 of the markets in financial instruments directive, other than money-market instruments as defined in Article 4.1.19 of that directive that have a maturity of less than 12 months (and includes instruments outside the EEA) ». La section 102A(3) du *FSMA* de 2000 confirme cette définition : « '*transferable securities*' means anything which is a transferable security for the purposes of Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments, other than money-market instruments for the purposes of that directive which have a maturity of less than 12 months ». Adde *HM Treasury Consultation Paper*, n° 4.2.

aux matières premières ou à d'autres indices ou mesures⁶⁹⁰. Ainsi, la directive définit les *transferable securities* comme les titres négociables sur un marché de capitaux et en donne une énumération. Elle énumère par ailleurs les différents instruments financiers à la section C de son annexe I comme étant les valeurs mobilières (« *transferable securities* »), les instruments du marché monétaire, les parts d'organismes de placement collectif et les différents instruments financiers à terme qu'ils soient cotés ou non⁶⁹¹.

Quel serait l'équivalent d'une telle définition en droit français ? Etant donné qu'elle ne vise que des titres négociables sur les marchés de capitaux, elle semble correspondre en droit français à la catégorie des titres financiers, qui prend bien la forme d'un titre et comprend, à l'instar de l'énumération proposée par le droit européen, des titres de capital et des titres de créance, englobant eux-mêmes à la fois des titres d'emprunt et des titres dérivés, c'est-à-dire des instruments financiers dérivés ayant pris la forme de titres⁶⁹². S'agissant des valeurs mobilières, elles sont, comme on l'a dit, une espèce particulière de titres financiers en droit français : ceux qui confèrent des droits identiques par catégorie selon l'article L. 228-11 du Code de commerce. Il s'agit, plus précisément, de titres financiers caractérisés par le caractère collectif du contrat d'émission, d'où l'octroi de droits identiques par catégorie et donc la fongibilité (ce qui exclut les titres de créances négociables), et la fonction qu'ils assurent de financement des sociétés qui les émettent (ce qui les distingue des titres dérivés) : il s'agit en d'autres termes des titres de capital et des titres d'emprunt collectif⁶⁹³. Il semble donc, en définitive, que le régime spécial anglais s'applique, au sens du droit français, aux titres financiers et non aux seules valeurs mobilières, malgré le terme erroné utilisé par la directive MIF dans sa version française.

306 - La détermination de l'émetteur responsable en cas de titres « complexes ». La question de la détermination de l'émetteur responsable pose problème dans le cas de titres que nous qualifierons de « complexes »⁶⁹⁴, c'est-à-dire lorsque les titres acquis, vendus ou conservés

⁶⁹⁰ Directive MIF, art. 4 parag. 1, 18).

⁶⁹¹ V. directive MIF, art. 4 parag. 1, 17), renvoyant, pour définir les instruments financiers, à la liste mentionnée à la section C de l'annexe I de la directive.

⁶⁹² V. Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 139 et s. Il semble ainsi que dans la version française de la directive MIF, le terme d'emprunt aurait dû être préféré au terme de titre de créance qui englobe, outre les titres d'emprunt, les titres dérivés.

⁶⁹³ Cf. *supra*, en introduction. V. Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 82.

⁶⁹⁴ C'est nous qui qualifions ces titres de « complexes ». Le gouvernement anglais, pour sa part, parle de « *depository receipt* », de « *secondary security giving a right to acquire or sell other transferable securities* », et

sont des titres financiers⁶⁹⁵ eux-mêmes représentant d'autres titres financiers (certificats représentatifs d'actions – *depository receipts*) ou donnant droit d'acquérir ou de céder d'autres titres financiers ou dont la valeur dérive des autres titres financiers (notamment, des titres dérivés ayant pour sous-jacent des titres financiers⁶⁹⁶). Le gouvernement s'est demandé si, dans le cas de tels titres, l'émetteur responsable devait être l'émetteur des titres primaires ou bien celui des titres sous-jacents. Il explique en effet que, si l'émetteur responsable devrait être en principe celui des titres primaires, cela ne correspondrait guère à la réalité puisqu'en pratique les investisseurs seront influencés dans leurs décisions d'achat, de vente ou de conservation des titres primaires par l'information publiée par l'émetteur des titres sous-jacents et non par l'émetteur des titres primaires, qui ne peut par ailleurs être tenu responsable pour toute information délivrée au marché.

Le gouvernement propose alors d'adopter une voie moyenne consistant à tenir l'émetteur des titres sous-jacents pour responsable envers les investisseurs ayant subi un préjudice en achetant, vendant ou conservant des titres primaires sur le fondement des informations délivrées par l'émetteur des titres sous-jacents, mais à la condition que celui-ci ait consenti à l'admission aux négociations sur le marché des titres primaires. Il fait, en effet, observer que l'émetteur des titres sous-jacents peut n'avoir jamais consenti à l'admission aux négociations des titres primaires, et qu'il ne peut, à défaut, être considéré comme ayant accepté une quelconque responsabilité, au regard des informations qu'il délivre à propos des titres sous-jacents, à l'égard des investisseurs réalisant des transactions sur les titres primaires. Le risque étant en outre considérablement accru, ajoute-t-il, par la multiplication du nombre et des catégories de marchés sur lesquels les titres primaires peuvent être cotés. Dans ces conditions, c'est-à-dire en l'absence de consentement à la cotation des titres primaires par l'émetteur des

plus généralement de « *derivative instrument* » (v. *HM Treasury Consultation Paper*, n° 4 ; *HM Treasury, Response to Consultation Paper*, n° 4). Le législateur, quant à lui, utilise l'expression encore plus générale de « *depository receipt, derivative instrument or other financial instrument representing securities* ». La question n'avait pas été abordée dans le cadre des deux documents émis par M. Paul Davies lui-même.

⁶⁹⁵ Au vrai, le gouvernement s'interroge plus largement sur les instruments dérivés dont la valeur dérive de celle de titres sous-jacents. Cette terminologie laisse toutefois perplexe. En effet, étant donné que le régime spécial prévoit l'indemnisation des investisseurs ayant acquis, vendu ou conservé des titres (« *securities* ») sur la foi d'informations délivrées par un émetteur, il semble que les instruments primaires en question doivent prendre la forme de titres et non de contrats financiers. V. également les observations du gouvernement anglais à ce sujet qui, sans être totalement limpides, se prononce contre l'extension du champ d'application du régime à l'ensemble des instruments financiers visés à la section C de l'annexe I de la directive MIF (*HM Treasury Consultation Paper*, n° 4.3).

⁶⁹⁶ On peut penser également à la catégorie des valeurs mobilières composées.

titres sous-jacents, le gouvernement estime que le seul responsable peut être l'émetteur des titres primaires au regard des déclarations qu'il pourrait, éventuellement, lui-même faire.

Tel a été le dispositif finalement retenu par le législateur puisqu'il prévoit que l'émetteur responsable est soit, dans le cas des certificats représentatifs, d'instruments dérivés ou d'autres instruments financiers représentant des titres financiers⁶⁹⁷, l'émetteur des titres financiers représentés - c'est-à-dire l'émetteur des titres sous-jacents -, dès lors qu'il a consenti à l'admission aux négociations desdits certificats ou instruments ; soit, dans tous les autres cas, la personne qui a émis les titres financiers⁶⁹⁸. En d'autres termes, l'émetteur du titre sous-jacent ne peut être tenu responsable envers les investisseurs sur les titres complexes que s'il a consenti à l'admission aux négociations desdits titres complexes ; à défaut, seule la personne ayant émis les titres complexes peut être tenue responsable envers ces investisseurs, mais seulement pour les informations qu'elle délivre elle-même, et non pour celles délivrées par l'émetteur des titres sous-jacents⁶⁹⁹.

Le législateur précise en outre la notion de consentement, semblant confirmer que la simple connaissance de la cotation des titres complexes par l'émetteur des titres sous-jacents ne constitue pas un consentement implicite de sa part à ladite cotation pouvant entraîner la mise en cause de sa responsabilité civile⁷⁰⁰. Le législateur indique ainsi, d'une part, qu'un émetteur de titres financiers n'est pas considéré comme ayant consenti à l'admission aux négociations des titres sur un marché du seul fait qu'il ait consenti à leur admission sur un autre marché, ce dont il a résulté l'admission aux négociations sur le premier marché. Il précise également, d'autre part, qu'un émetteur qui a accepté la responsabilité de la préparation des documents en

⁶⁹⁷ Cf. *supra* sur les incertitudes quant à l'application du dispositif spécial aux contrats financiers. En tout état de cause, ce dispositif ne s'appliquant qu'aux instruments financiers cotés, il ne pourrait concerner que des contrats financiers cotés, l'entreprise ou l'opérateur de marché étant alors considéré comme un « émetteur ». Cf. *Schedule 10A*, parag. 1(1) : « *this Schedule applies to securities that are, with the consent of the issuer, admitted to trading on a securities market where (a) the market is situated or operating in the United Kingdom, or (b) the United Kingdom is the issuer's home state* ». D'ailleurs, le régime applicable dépend du consentement de l'émetteur des titres sous-jacents à la cotation des titres complexes.

⁶⁹⁸ *Schedule 10A*, parag. 8(2) : « *references in this Schedule to the issuer of securities are: (a) in relation to a depositary receipt, derivative instrument or other financial instrument representing securities where the issuer of the securities represented has consented to the admission of the instrument to trading as mentioned in paragraph 1(1), to the issuer of the securities represented; (b) in any other case, to the person who issued the securities* ».

⁶⁹⁹ V., aussi, P. Davies, art. préc., p. 447.

⁷⁰⁰ En réponse aux craintes exprimées par certains répondants relativement au caractère ambigu du terme « consentement », le gouvernement avait clairement indiqué que la simple connaissance de la cotation des titres complexes par l'émetteur des titres sous-jacents ne constituait pas un consentement implicite de sa part à ladite cotation pouvant entraîner la mise en cause de sa responsabilité civile, et avait précisé la définition de ce terme dans le sens repris ensuite par le législateur (v. *HM Treasury Response to Consultation*, n° 4.1 et s.).

vue de l'admission de titres aux négociations sur un marché (tels qu'un prospectus), est considéré comme ayant consenti à l'admission aux négociations desdits titres sur ce marché⁷⁰¹. En d'autres termes, dans ce dernier cas, l'émetteur des titres sous-jacents est tenu pour l'émetteur responsable envers les investisseurs sur les titres complexes lorsqu'il a admis être responsable de la préparation d'un prospectus relatif à la cotation desdits titres complexes.

b - Les situations d'extranéité

307 - **Aspects de droit international privé. Détermination de la loi applicable.** Il faut d'abord préciser que, dans une situation comportant un élément d'extranéité, le dispositif spécial ne trouvera à s'appliquer que si la loi de l'une des « *nations constitutives* » du Royaume-Uni⁷⁰² est désignée comme loi applicable au terme du conflit éventuel entre différents régimes de responsabilité applicables. Lorsque cette question se posera à une juridiction du Royaume-Uni ou de l'Espace économique européen (EEE), elle sera probablement résolue en application du règlement n° 864/2007 sur la loi applicable aux obligations non contractuelles, dit « *règlement Rome II* »⁷⁰³ ; lorsque la question se posera à une juridiction d'un autre Etat, elle sera résolue par les règles de conflit de lois applicables dans ledit Etat⁷⁰⁴. Selon l'article 4 paragraphe 1 du règlement Rome II, la loi applicable à une obligation non contractuelle résultant d'un fait dommageable est la loi de l'Etat dans lequel le dommage se produit (peu important l'Etat de survenance du fait générateur du dommage et peu important le ou les Etats de survenance des conséquences indirectes de ce fait générateur). Toutefois, en vertu du paragraphe 2, lorsque le défendeur et la victime du dommage sont tous deux résidents habituels du même Etat au moment de la survenance du dommage, la loi de cet Etat s'applique. Enfin, le paragraphe 3 prévoit une exception au cas où il résulte de l'ensemble des circonstances que le fait

⁷⁰¹ V. *Schedule 10A*, parag. 1(2) : « *for the purposes of this Schedule: (a) an issuer of securities is not taken to have consented to the securities being admitted to trading on a securities market by reason only of having consented to their admission to trading on another market as a result of which they are admitted to trading on the first-mentioned market; (b) an issuer who has accepted responsibility (to any extent) for any document prepared for the purposes of the admission of the securities to trading on a securities market (such as a prospectus for listing particulars) is taken to have consented to their admission to trading on that market* ».

⁷⁰² Pour rappel, le Royaume-Uni est composé de quatre nations constitutives : l'Angleterre, l'Ecosse, le pays de Galles et l'Irlande du Nord.

⁷⁰³ Règlement (CE) n° 864/2007 du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 sur la loi applicable aux obligations non contractuelles (« *Rome II* »), JOUE L 199/40, 31 juill. 2007, p. 40.

⁷⁰⁴ *HM Treasury Consultation Paper*, n° 3.7 et s.

dommageable présente des liens manifestement plus étroits avec un Etat autre que celui visé aux paragraphes 1 ou 2 : c'est alors la loi de cet autre Etat qui s'applique. Un lien manifestement plus étroit avec un autre Etat pourrait se fonder, notamment, sur une relation préexistante entre les parties, telle qu'un contrat, présentant un lien étroit avec le fait dommageable en question.

Si le règlement Rome II trouve à s'appliquer, la loi applicable sera en principe la loi de l'Etat de réalisation du dommage (sauf si l'investisseur et l'émetteur ont leur résidence habituelle dans un même Etat au moment de la survenance du dommage, auquel cas la loi de cet Etat s'applique, peu important que les transactions aient eu lieu sur le marché d'un Etat tiers), ce dont il résulte qu'un émetteur pourrait être soumis à différentes lois applicables et donc à plusieurs régimes de responsabilité civile en fonction du lieu de situation des investisseurs ou éventuellement de leurs titres. Le règlement Rome II prévoit toutefois une exception dans le cas où la situation présente des liens manifestement plus étroits avec un autre Etat, qui pourrait être, par exemple, celui de l'immatriculation de l'émetteur⁷⁰⁵. Le gouvernement anglais observe ainsi que le résultat de l'application des dispositions du règlement Rome II reste incertain puisque la désignation de la loi applicable dépendra des faits particuliers de l'espèce ; il y aura ainsi des situations dans lesquelles les émetteurs britanniques seront soumis à des régimes de responsabilité d'Etats autres que le Royaume-Uni, même lorsque la demande sera portée devant une juridiction britannique⁷⁰⁶. Pour M. Paul Davies, il aurait été en tout état de cause préférable que l'émetteur eût été soumis à un seul régime de responsabilité civile, notamment celui de la loi de l'Etat d'immatriculation de l'émetteur ou de la loi de l'Etat du marché où l'émetteur a été coté pour la première fois.

308 - Aspects de droit international privé. Champ d'application géographique. Si le dispositif ne traite bien sûr pas de la question de la détermination de la loi applicable, il précise, dès lors que le droit anglais est la loi applicable, de quelle manière il doit s'appliquer en cas de situation d'extranéité, le problème se posant notamment lorsque l'investisseur n'est pas situé au Royaume-Uni. Le nouveau dispositif s'applique désormais dans deux cas : si les titres sont admis aux négociations sur un marché situé ou opérant au Royaume-Uni, peu important alors

⁷⁰⁵ V. P. Davies, art. préc., p. 451, citant W.-G. Ringe & A. Hellgardt, *The International Dimension of Issuer Liability*, University of Oxford, *Legal Research Paper Series*, n° 37/2010.

⁷⁰⁶ *HM Treasury Consultation Paper*, n° 3.11 et 3.12.

que les émetteurs soient immatriculés au Royaume-Uni ou non ; ou bien si le Royaume-Uni est « *l'Etat d'origine* » de l'émetteur⁷⁰⁷ (lorsque le marché est situé en dehors du Royaume-Uni). Le régime précise la définition d'« *Etat d'origine* » : si les titres entrent dans le champ d'application de la directive Transparence (en particulier, lorsqu'ils ont été admis aux négociations sur un marché réglementé), la définition d'Etat d'origine retenue dans la directive Transparence s'applique⁷⁰⁸ ; si tel n'est pas le cas, le Royaume-Uni constitue l'Etat d'origine si l'émetteur a son siège social statutaire (*registered office*) ou, s'il n'a pas de siège social statutaire, son siège social réel (*head office*) au Royaume-Uni⁷⁰⁹. En pratique, est principalement visée dans les deux cas l'hypothèse où l'émetteur a son siège social statutaire au Royaume-Uni. Le régime spécial trouve donc à s'appliquer en raison soit d'un rattachement par la localisation du marché (marché situé ou opérant au Royaume-Uni), soit d'un rattachement par l'émetteur (son Etat membre d'origine étant le Royaume-Uni).

309 - Discussions menées au cours du projet de réforme. Le dispositif envisagé a évolué au cours de l'élaboration du projet de réforme. La question qui s'est posée aux autorités britanniques était de savoir si le régime spécial devait être étendu au-delà des seuls marchés britanniques, c'est-à-dire s'il devait s'appliquer aux émetteurs de titres admis aux négociations de marchés

⁷⁰⁷ Schedule 10A, parag. 1(1) : « *this Schedule applies to securities that are, with the consent of the issuer, admitted to trading on a securities market, where (a) the market is situated or operating in the United Kingdom, or (b) the United Kingdom is the issuer's home State* ».

⁷⁰⁸ V. directive Transparence, art. 2.1 : « *Etat membre d'origine* : i) dans le cas d'un émetteur de titres de créance dont la valeur nominale unitaire est inférieure à 1 000 euros ou d'un émetteur d'actions : lorsque l'émetteur a son siège statutaire dans la Communauté, l'Etat membre où il a ce siège ; lorsque l'émetteur a son siège statutaire dans un pays tiers, l'Etat membre de l'autorité compétente auprès de laquelle il est tenu de déposer une information annuelle en vertu de l'article 10 de la directive 2003/71/CE. La définition de l'Etat membre d'origine est applicable aux titres de créance libellés dans une autre devise que l'euro, à condition que leur valeur nominale unitaire soit, à la date d'émission, inférieure à 1 000 euros, sauf si elle est presque équivalente à 1 000 euros ; ii) pour tout émetteur non visé au point i), l'Etat membre choisi par l'émetteur entre l'Etat membre où il a son siège statutaire et les Etats membres qui ont admis ses valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé sur leur territoire. L'émetteur ne peut choisir qu'un seul Etat membre comme Etat membre d'origine. Son choix demeure valable pendant au moins trois ans sauf si ses valeurs mobilières ne sont plus admises à la négociation sur aucun marché réglementé dans la Communauté ». La détermination de l'Etat membre d'origine entraîne celui de la législation nationale applicable et, par conséquent, celui du lieu de diffusion de l'information réglementée et des autorités de contrôle compétentes. La directive 2013/50/UE, ayant modifié la directive Transparence, a apporté quelques précisions relativement à l'option ouverte quant à l'Etat membre d'origine aux émetteurs de titres de créance dont la valeur nominale unitaire est au moins de 1 000 euros (v. Directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013, JOUE L 294/13, 6 nov. 2013). Sur cette directive, v. notamment Th. Bonneau, *Modifications de la directive du 15 décembre 2004*, RDBF, janv. 2014, n° 1, comm. 33 ; P. Florin, *Modifications des obligations d'information imposées aux émetteurs « cotés »*, JCP G, n° 4, 2014, p. 157.

⁷⁰⁹ Schedule 10A, parag. 1(3) : « *for the purposes of this Schedule the United Kingdom is the home State of an issuer (a) in the case of securities in relation to which the transparency obligations directive applies, if the United Kingdom is the home Member State for the purposes of that directive (see Article 2.1 of the directive); (b) in any other case, if the issuer has its registered office (or, if it does not have a registered office, its head office) in the United Kingdom* ».

financiers non britanniques dès lors que ces émetteurs étaient situés au Royaume-Uni, et le cas échéant dans quelle mesure il devait l'être. Deux options pouvaient en effet être envisagées : l'application du régime spécial à toutes les situations dans lesquelles le droit anglais était la loi applicable, dès lors qu'il existait un lien de rattachement avec le Royaume-Uni soit par le marché (marché situé ou opérant au Royaume-Uni) soit par l'émetteur (généralement parce qu'il était situé au Royaume-Uni) ; ou bien une application plus restrictive du régime, en limitant la seconde hypothèse – c'est-à-dire lorsque l'émetteur avait un lien de rattachement avec le Royaume-Uni -, aux seuls cas où les titres de l'émetteur étaient cotés sur les marchés du Royaume-Uni ou de l'Espace économique européen (EEE). Dans la première option, un émetteur présentant un lien de rattachement avec le Royaume-Uni était soumis au régime spécial britannique quel que soit le marché de cotation de ses titres, dès lors que la juridiction compétente appliquait le droit anglais. Dans la seconde option, il fallait en outre, pour que le régime spécial trouve à s'appliquer, que les titres de l'émetteur aient été cotés sur un marché situé dans l'EEE.

Le gouvernement a présenté les arguments en faveur de l'une ou l'autre option. Il évoquait, en faveur de la première option, une raison de principe : la limitation à la cotation sur un marché de l'EEE pour un émetteur britannique pouvait en effet être jugée incohérente au regard de l'objectif de la législation édictée, en ce qu'elle était susceptible de conduire des investisseurs britanniques ayant acquis des titres d'émetteurs britanniques à se voir refuser l'application du droit britannique, dès lors que l'Etat de cotation des titres de l'émetteur n'appartenait pas à l'EEE, et donc à ne pas être indemnisés de façon satisfaisante au titre des droits étrangers éventuellement applicables. Mais des raisons d'ordre pratique s'opposaient à cette extension : premièrement, les situations concernées, c'est-à-dire celles dans lesquelles des juridictions auraient appliqué le droit anglais en dehors du Royaume-Uni et de l'EEE, auraient probablement été peu nombreuses, et la plupart des Etats de cotation étrangers, comme les Etats-Unis, connaissaient un régime de protection suffisant si bien que le risque pour les investisseurs d'absence de protection demeurait faible ; deuxièmement, l'extension du régime spécial au-delà des émetteurs britanniques cotés sur un marché de l'EEE rendait son application incertaine étant donné qu'elle dépendait entièrement, dans les Etats concernés, de l'application aux faits de l'espèce des règles de conflit de lois existantes dans lesdits Etats ; troisièmement, il pouvait être difficile d'appliquer le régime spécial britannique, construit autour de concepts issus du droit européen (par exemple, les concepts de marché réglementé,

de système multilatéral de négociation et de service d'information reconnu), dans des Etats de cotation tiers.

Le gouvernement a, compte tenu de ces différents arguments, finalement opté pour une extension du champ d'application du régime spécial limitée aux émetteurs britanniques cotés sur des marchés de l'EEE et non de tout Etat tiers. Il faisait notamment valoir que l'application du régime spécial était plus assurée dans le cadre de l'EEE en ce que le droit européen présentait un régime harmonisé d'obligations minimales d'information pour les émetteurs dont les titres étaient admis aux négociations sur un marché réglementé de l'EEE et établissait le principe de la compétence de la loi de l'Etat membre d'origine pour ces émetteurs, seul cet Etat pouvant imposer des obligations d'information additionnelles et ce peu important l'Etat de l'EEE de cotation des titres. Il ajoutait enfin que dans certaines situations, telles que celle dans laquelle à la fois l'émetteur et l'investisseur étaient résidents du Royaume-Uni et les titres étaient admis aux négociations sur un marché de l'EEE, le droit anglais pouvait être tenu pour la loi applicable en vertu du règlement Rome II. Le gouvernement a ainsi proposé que le régime spécial s'étende aux émetteurs britanniques⁷¹⁰ admis aux négociations sur les marchés de l'EEE, qu'il s'agisse de systèmes multilatéraux de négociation organisés⁷¹¹ ou de marchés réglementés⁷¹².

Toutefois, lors de la consultation organisée par le gouvernement, certains répondants ont jugé préférable d'étendre le régime spécial à tous les cas dans lesquels le droit anglais est la loi applicable. Ils estimaient qu'il n'était pas souhaitable qu'une juridiction désigne le droit anglais comme droit applicable, mais ensuite n'applique pas le régime spécial du fait de la limitation de son champ géographique (par exemple, un investisseur britannique d'une société britannique ayant sa seule cotation sur le NASDAQ américain) ; la cotation hors de l'EEE leur paraissait en tout état de cause insuffisante à exclure complètement un investisseur du régime spécial. Ils écartaient également l'argument selon lequel cette exclusion concernerait

⁷¹⁰ En vue d'assurer la cohérence avec la directive Transparence, le gouvernement propose d'aligner la définition d'émetteur britannique avec celle d'émetteur pour lequel le Royaume-Uni est désigné comme l'Etat membre d'origine au sens de la directive Transparence ou ayant son siège social statutaire au Royaume-Uni

⁷¹¹ Le gouvernement fait observer que ni la directive Transparence, ni le principe de l'Etat membre d'origine ne s'applique aux émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation. Il fait toutefois le choix de ne pas distinguer entre les types de marché jugeant qu'il serait excessivement complexe d'étendre le régime spécial aux émetteurs britanniques dont les titres sont admis aux négociations sur les marchés réglementés de l'EEE mais non sur les systèmes multilatéraux de négociation de l'EEE.

⁷¹² V. *HM Treasury Consultation Paper*, n° 3.6 et s.

peu de cas en faisant observer qu'en principe un régime de responsabilité doit prendre en compte à la fois les situations courantes et celles qui le sont moins. Le gouvernement s'est finalement rangé à cette conception dans le but d'assurer une application claire et uniforme du régime spécial, sous réserve de l'application des règles de conflit de lois.

S'agissant par ailleurs de l'application du régime à l'ensemble des émetteurs cotés au Royaume-Uni, un répondant avait fait valoir qu'en vertu des principes du droit européen, c'était la loi de l'Etat membre d'origine de l'émetteur qui régissait les obligations d'information qui lui étaient applicables, et en avait conclu que le régime spécial ne pouvait être imposé à un émetteur relevant d'un autre Etat membre d'origine même s'il était coté au Royaume-Uni, sauf à la directive Transparence de déroger à ce principe. En réponse, le gouvernement a indiqué qu'il était important qu'un régime uniforme s'applique, autant que faire se peut, à tous les titres cotés au Royaume-Uni, et qu'une telle application du régime spécial n'était pas en contradiction avec le droit européen. En effet, a-t-il précisé, l'article 7 de la directive Transparence, qui n'a pas procédé à une harmonisation des principes de responsabilité en la matière, ne précise pas l'Etat membre dont la loi doit être la loi applicable et n'exige ainsi pas des Etats membres d'exempter les émetteurs de leur régime de responsabilité dès lors qu'ils relèveraient d'un autre Etat membre d'origine. Au cas où des titres émis par un émetteur situé dans un Etat membre sont cotés sur le marché d'un autre Etat, les conflits de lois, qui surviendront inévitablement, seront résolus par les règles du droit européen⁷¹³.

2 - L'exclusion des défendeurs autres que l'émetteur

310 - **Le maintien de l'exclusion des défendeurs autres que l'émetteur.** S'agissant du champ d'application *ratione personae*, le nouveau dispositif, comme l'ancien, ne prévoit la responsabilité à l'égard des investisseurs que de l'émetteur, à l'exclusion de tout autre défendeur tel qu'un dirigeant social ou un « *adviser* »⁷¹⁴. Il suit, ce faisant, les recommandations formulées par le rapport Davies qui avait considéré qu'une extension du champ des responsables ne se justifiait pas au regard de l'objectif de dissuasion. La faute

⁷¹³ V. *HM Treasury Response to Consultation*, n° 3.7 et s.

⁷¹⁴ *Schedule 10A*, parag. 7(2) et (5).

s'appréciera chez une personne en charge d'une responsabilité managériale au sein de l'émetteur : c'est celle-ci qui devra soit avoir connu l'inexactitude de l'information (fraude) soit avoir commis une négligence grave en ne se souciant pas de son exactitude (« *recklessness* »). Le régime spécial étant exclusif de toute autre forme de responsabilité civile dans le champ d'application qui est le sien, les personnes autres que l'émetteur sont ainsi soustraites à toute responsabilité civile relativement à l'information financière sur le marché secondaire, ce qui n'empêche pas en revanche l'application éventuelle du droit répressif, pénal ou administratif⁷¹⁵, auquel sont également soumis les émetteurs.

311 - **Les raisons de l'exclusion des dirigeants sociaux.** Pour M. Paul Davies⁷¹⁶, la question essentielle est de savoir si la responsabilité doit être étendue aux dirigeants sociaux, l'argument invoqué au soutien d'une telle extension étant qu'elle permettrait une dissuasion ciblée directement sur ceux qui délivrent l'information, ou s'abstiennent de le faire, au nom de l'émetteur. Il réfute toutefois cette idée pour plusieurs raisons. Premièrement, les sanctions prononcées par la *FCA* ou les opérateurs de marché (*public enforcement*) à l'encontre des dirigeants des sociétés cotées, sur la base d'un simple standard de négligence, constituent la principale source de dissuasion à cet égard. Deuxièmement, l'exposition personnelle d'un dirigeant à des demandes d'un montant potentiellement élevé est susceptible de l'inciter à une communication bien trop prudente dans le but d'éviter la mise en cause de sa responsabilité civile, générant ainsi une dissuasion excessive (*over-deterrence*). Troisièmement, l'assurance des dirigeants sociaux (*D&O insurance*) aboutissant souvent au transfert du coût de l'indemnisation sur la société⁷¹⁷, la menace de la responsabilité civile n'a qu'une fonction dissuasive faible, alors que les sanctions pénales ou administratives ne peuvent pas, elles, être prises en charge par la société. Quatrièmement, la société⁷¹⁸, éventuellement à travers ses actionnaires au moyen de l'action sociale *ut singuli* (*derivative action*) instaurée par le *Companies Act* de 2006, a la possibilité d'agir en responsabilité civile à l'encontre des dirigeants sociaux si le manquement de l'un d'eux à ses devoirs, par exemple par la diffusion

⁷¹⁵ *Schedule 10A*, parag. 7(3) et parag. 7(4). P. Davies, art. préc., p. 449, fait ainsi remarquer le régime spécial ne s'oppose pas à ce que l'émetteur ou le dirigeant fasse notamment l'objet de *restitution orders* de la part de l'autorité administrative, en application des sections 382 ou 384 du *FSMA*, même si cette autorité en a fait une utilisation très rare jusqu'à présent.

⁷¹⁶ *Davies Final Report*, n° 54 et s.

⁷¹⁷ P. Davies, art. préc., p. 450.

⁷¹⁸ Les dirigeants peuvent certes être réticents à poursuivre un des leurs mais ils peuvent s'y résoudre sous la pression des actionnaires, et en tout état de cause un liquidateur ou de nouveaux dirigeants, nommés après une offre publique par exemple, n'hésiteront pas à le faire.

d'informations mensongères au marché, lui a causé un préjudice⁷¹⁹ ; la société est donc bien mieux placée que les investisseurs pour apprécier si la responsabilité des dirigeants doit être engagée en fonction des accords d'assurance existant en son sein et selon qu'elle souhaite préserver ou non ses dirigeants d'une responsabilité potentielle. Cinquièmement, la société a la possibilité d'agir, avant qu'un préjudice ne soit infligé aux investisseurs à travers la mise en œuvre du contrôle interne ; ce type de contrôle s'est considérablement développé, notamment dans les sociétés cotées, ce qui réduit le risque d'information frauduleuse. Cette approche est en accord avec la théorie de la responsabilité de la personne morale (« *vicarious liability* ») qui, en tenant cette dernière pour responsable, cherche à l'inciter à exercer un contrôle sur les actes de ses agents, soit antérieurement à la réalisation du préjudice soit postérieurement à celle-ci. Ainsi, M. Paul Davies considère, de manière générale, que les sanctions prononcées par la *FCA* et les opérateurs de marché eux-mêmes, qui présentent des exigences plus souples (sanction de la négligence) et un champ d'application plus large (comprenant notamment les dirigeants sociaux), constituent la principale source de dissuasion, un rôle complémentaire pouvant en outre être assuré par la mise en cause par la société des dirigeants sociaux ou d'autres acteurs⁷²⁰.

312 - **Synthèse.** Il ressort de l'étude de la faute dans le régime légal spécial anglais, et dans le cadre de son élaboration, deux choses essentielles. Premièrement, celle-ci a suscité les réflexions les plus approfondies. La question a été discutée « *en long, en large, et en travers* », pourrait-on dire. Les réflexions auxquelles se livrent le professeur Paul Davies, en charge de la révision du régime spécial, le gouvernement et le législateur, ne manquent d'ailleurs pas d'intérêt, au regard notamment du choix de politique juridique que nous serons amenés à effectuer. L'on est toutefois surpris de la place qu'elles occupent, lorsqu'on sait le peu d'intérêt qu'ont suscité, dans le cadre de la révision du régime, les questions du lien de causalité et du préjudice, alors même que ce sont celles-ci et non la faute qui posent problème au regard des conditions de la responsabilité civile pour information publique défectueuse sur le marché secondaire. Deuxièmement, il ressort de l'étude de la faute dans le régime spécial, que le législateur a adopté, à son égard, une position particulièrement restrictive. N'est ainsi

⁷¹⁹ *Schedule 10A*, parag. 7(2). La société peut ainsi agir contre le dirigeant qui, par la violation de ses obligations envers elle, aurait entraîné la mise en cause de sa responsabilité civile par des investisseurs.

⁷²⁰ *V. Davies Final Report*, p. 4 et 5.

susceptible d'engager sa responsabilité civile sur le marché secondaire que l'émetteur, à l'exclusion des dirigeants sociaux, et uniquement pour des fautes particulièrement graves, la fraude ou la malhonnêteté. L'extension du régime aux retards dans l'information et aux investisseurs ayant également vendu ou conservé, et non pas simplement acheté, des titres, n'apparaît ainsi que faiblement compenser le caractère particulièrement restrictif du régime. Et ce d'autant qu'étant d'application exclusive dans les hypothèses qu'il couvre, les investisseurs se verront privés de toute autre possibilité d'agir en responsabilité civile en la matière. Ce constat va maintenant être confirmé par l'étude du lien de causalité et du préjudice, qui montre encore plus l'ineffectivité de ce régime spécial.

Paragraphe 2 - **La condition de l'altération prouvée de la décision**

313 - **Le maintien de l'exigence d'altération prouvée de la décision.** Le dispositif spécial anglais n'a, malgré la réforme opérée en 2010, donné lieu jusqu'à présent à aucun contentieux. Cela n'est guère étonnant. En effet, l'exigence de la preuve d'une altération concrète de la décision, inspirée de la *common law*, est clairement maintenue (A). Par ailleurs, le préjudice n'est, pour sa part, pas défini (B).

A - **L'exigence de la preuve d'une altération concrète de la décision**

314 - **L'exigence de la preuve d'une altération concrète de la décision.** Si, au regard de la causalité, le législateur a expressément maintenu l'exigence d'une preuve d'une altération concrète déterminante de la décision dans le cas de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou d'omission (1), il a, également, implicitement posé cette exigence dans le cas du retard dans l'information, faute d'avoir adopté une quelconque présomption en la matière (2).

1 - **La diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou l'omission**

315 - **L'élargissement du champ des demandeurs.** Rappelons tout d'abord que le champ d'application du régime spécial ne couvre plus seulement les acheteurs, mais a été étendu en 2010 aux investisseurs ayant vendu ou conservé des titres, ce qui n'est pas sans rapport avec la causalité. Le rapport Davies avait approuvé cette extension, mais seulement au profit des

vendeurs. Il avait estimé en effet que, s'agissant de la vente, il n'existait aucune distinction de principe entre la situation des acheteurs et des vendeurs ; dans chacun des cas, ajoutait-il, le prix payé aurait été différent si la vérité avait été connue⁷²¹. S'agissant des investisseurs ayant conservé les titres (*holders*), il avait en revanche exprimé ses craintes qu'en l'absence de transaction, les tribunaux soient confrontés à des difficultés probatoires particulièrement importantes, étant donné que les investisseurs ne seront généralement pas en mesure de prouver qu'ils ont conservé leurs titres en se fondant sur la fausse information. M. Paul Davies avait en outre fait observer qu'aussi bien le droit américain que le droit allemand exigeaient la réalisation d'une transaction, et déniaient ainsi tout droit d'action aux investisseurs ayant conservé leurs titres. Il avait ajouté toutefois que, si on permettait aux investisseurs s'étant abstenus de vendre leurs titres d'agir en responsabilité civile, il devrait en tout état de cause en être de même de ceux qui s'étaient abstenus d'acheter sur le fondement de la fausse information⁷²².

Dans le cadre de la consultation organisée par le gouvernement, certains répondants ont critiqué cette restriction formulée par le rapport Davies, en mettant en avant qu'il n'existait aucun argument de principe s'opposant à l'inclusion des investisseurs ayant conservé les titres puisque ceux-ci étaient bien également susceptibles de subir un préjudice. Ils ont ajouté qu'il serait paradoxal qu'un investisseur ayant, sur la foi d'une information fautive, décidé de ne pas vendre ses titres et même d'en acheter de nouveaux, ne puisse être indemnisé que pour ces nouveaux achats : il en résulterait que la même information frauduleuse donne lieu à plusieurs régimes de responsabilité. Le gouvernement a tenu compte de ces critiques et a décidé d'inclure les investisseurs ayant conservé leurs titres dans le champ d'application du régime spécial, en estimant, en effet, qu'aucune raison de principe ne s'y opposait et que l'application éventuelle de plusieurs régimes de responsabilité conduirait à une insécurité juridique pour les investisseurs et pour les émetteurs⁷²³. Il a rappelé, enfin, qu'en tout état de cause était exigée la preuve d'une *reliance*, ce qui distingue les « *active holders* », qui ont pris une décision de conservation sur la foi de la fausse information et ont donc un droit à indemnisation – il

⁷²¹ Il émet l'hypothèse que la restriction initiale aux acheteurs était due au fait que dans la décision *Caparo*, la Chambre des *Lords* n'a pas eu à traiter du cas des vendeurs et a laissé cette question ouverte (v. *Davies Discussion Paper*, n° 36).

⁷²² V. *Davies Final Report*, n° 51 et s.

⁷²³ Demeurent en revanche exclus du nouveau dispositif les investisseurs s'étant abstenus d'acheter, ce que M. Paul Davies juge illogique, dès lors qu'ont été inclus les investisseurs ayant conservé leurs titres (v. P. Davies, art. préc., p. 450).

s'agirait, par exemple, d'un point de vue probatoire, d'un investisseur en mesure de démontrer que, sur la foi de l'information, il a donné l'ordre à son prestataire d'annuler un ordre de vente⁷²⁴ -, et les « *passive holders* », qui ont conservé leurs titres de manière passive, c'est-à-dire sans prendre une décision de conservation sur la foi de ladite information, et ne peuvent donc prétendre à une quelconque réparation.

316 - Le maintien d'une exigence probatoire d'altération concrète de la décision. Dans le cas de la diffusion d'une information fautive ou trompeuse ou d'une omission, le législateur maintient, ainsi, l'exigence de *reasonable reliance* : « *a loss is not regarded as suffered as a result of the statement or omission unless the person suffering it acquired, continued to hold or disposed of the relevant securities (a) in reliance on the information in question, and (b) at a time when, and in circumstances in which, it was reasonable for him to rely on it* »⁷²⁵. Si l'exigence de *reliance* n'est pas expressément explicitée par le législateur, elle est classiquement satisfaite, selon M. Paul Davies, si le demandeur a eu connaissance de l'information et a été influencé par celle-ci dans sa décision d'investissement. Un investisseur devra ainsi établir qu'il s'est fondé sur l'information en question pour prendre sa décision d'investissement et que cette attitude était, dans les circonstances données, raisonnable⁷²⁶. A l'instar de la *common law*, il ne semble pas nécessaire en revanche que le demandeur ait fondé sa décision sur cette seule information⁷²⁷. Le législateur anglais n'a donc pas souhaité adopter une présomption de *reliance*, à l'instar de celle posée par la section 90 du *FSMA* en matière de prospectus ou par le juge américain dans le cadre de la théorie de la fraude sur le marché⁷²⁸. En d'autres termes, la preuve d'une altération concrète déterminante de sa décision par l'information publique mensongère reste exigée de la part de l'investisseur.

⁷²⁴ *HM Treasury Response to Consultation*, n° 5.1 et s.

⁷²⁵ *Schedule 10A*, parag. 3(4).

⁷²⁶ Tel pourrait ne pas être le cas par exemple de l'investisseur qui disposait des moyens de vérifier l'exactitude des informations publiées mais a choisi de ne pas les employer (A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 568).

⁷²⁷ V. E. Ferran, art. préc., p. 326, indiquant qu'en *common law*, il suffit, au titre du *tort* de *misrepresentation*, que la fautive information ait été l'une des raisons de la conclusion de la transaction, et non pas la seule raison, et estime qu'il en est vraisemblablement de même au regard de la section 90A du *FSMA*.

⁷²⁸ V. E. Ferran, art. préc., p. 326 à 329, qui, tout en expliquant que le juge anglais pourrait appliquer un raisonnement similaire à celui qui sous-tend la théorie de la fraude sur le marché pour en déduire une présomption de *reliance*, relève cependant l'incertitude de cette solution qui pourrait être jugée contraire à la volonté du législateur anglais et affaiblie par les théories financières modernes ayant remis en cause la théorie de l'efficacité informationnelle. Adde P. Davies, art. préc., p. 450 et 451, très incertain, lui aussi, quant à l'application de la théorie de la fraude sur le marché en droit anglais.

317 - **Appréciation critique.** Il est, à cet égard, particulièrement notable que la question de la *reliance* n'ait fait l'objet d'aucune discussion au sein du rapport Davies. D'ailleurs, selon les termes mêmes de la mission confiée au professeur Paul Davies, la *reliance* a été posée comme un postulat de départ de la réflexion, puisque devait être discutée la question de savoir si devait être accordé un droit d'action aux investisseurs s'étant fondés sur la fausse information⁷²⁹. La question a donc été purement et simplement passée sous silence, ce qui ne peut manquer de surprendre au regard des autres systèmes juridiques dans lesquels elle est clairement perçue comme étant au cœur du débat et suscite de ce fait l'essentiel de l'attention, notamment en droit américain. Ce choix de ne pas même envisager le problème, qui ne peut être que délibéré de la part du législateur anglais, fait profondément douter de sa volonté réelle de mettre en place un système effectif de responsabilité civile sur le marché secondaire. Et ce d'autant que sur le marché primaire, le législateur anglais a su, à la section 90 du *FSMA*, mettre en place une présomption de *reliance* en vue d'assurer cette effectivité.

2 - Le retard dans l'information

318 - **L'exigence implicite de preuve de l'altération concrète de la décision, sauf en cas de réparation d'une altération de cours.** Le régime légal ne pose, en revanche, aucune exigence explicite de *reliance* dans le cas d'une publication retardée. Toutefois, étant donné que, selon le dispositif, le demandeur devra apporter la preuve que le retard dans la publication lui a causé un préjudice, c'est-à-dire du lien de causalité entre le retard dans l'information et le préjudice⁷³⁰, il en résulte, de fait, une exigence implicite de preuve de la *reliance*, c'est-à-dire d'altération concrète de la décision.

L'affirmation mérite cependant d'être nuancée en cas de réparation d'une simple altération de cours. En effet, pour M. Paul Davies, étant donné qu'il est particulièrement difficile pour un investisseur d'établir qu'il a été influencé par une absence d'information, on pourrait, dans ce cas admettre la réparation d'une altération de cours. Il donne ainsi l'exemple d'une bonne

⁷²⁹ V. Davies *Final Report*, p. 31, *Terms of Reference*, « the Davies Review will (...) consider the case for providing for a specific right to damages by those relying on such statements and publications in the context of securities markets activities (...) ».

⁷³⁰ Schedule 10A, parag. 5 (1) : « an issuer of securities to which this Schedule applies is liable to pay compensation to a person who: (a) acquires, continues to hold or disposes of the securities, and (b) suffers loss in respect of the securities as a result of delay by the issuer in publishing information to which this Schedule applies ».

nouvelle qui aurait été tardivement délivrée : tous les investisseurs, ayant vendu durant la période entre le moment auquel l'information aurait pu être révélée et le moment de la publication effective, pourraient demander une indemnisation du préjudice de différence de cours entre le prix de vente effectif et le prix de vente qui aurait théoriquement prévalu si l'information avait été immédiatement délivrée.

B - L'absence de définition du préjudice

319 - **La définition et l'évaluation du préjudice. Une question laissée à l'appréciation souveraine des juges du fond. Réflexions doctrinales.** Le régime spécial de la section 90A et du *Schedule 10A* du *FSMA* ne traitent pas de la question de la définition et de l'évaluation du préjudice. Il suit, ce faisant, les recommandations du rapport Davies qui avait considéré que la question devait relever de l'appréciation souveraine des juges, au motif qu'il était illusoire de vouloir formuler des règles d'évaluation sans lier exagérément le juge dans les cas d'espèce qui allaient lui être soumis⁷³¹.

La doctrine a toutefois émis quelques hypothèses. Le rapport Davies lui-même avait, dans un premier temps, posé la question de savoir s'il fallait appliquer l'évaluation du dommage du *tort of negligence* ou du *tort of deceit*⁷³². Dans le *tort of negligence*, le préjudice réparable étant défini par référence au champ d'application du devoir violé, on s'en tient généralement à l'indemnisation de la différence entre le prix effectivement payé et la valeur réelle : cette méthode, fondée sur la valeur réelle au jour de la transaction, est dite « *date-of-transaction rule* ». Dans le *tort of deceit*, la méthode dite « *date-of-transaction rule* » peut s'appliquer, mais n'est pas inflexible puisque, dans certaines circonstances, le calcul peut être effectué par référence non à la valeur réelle, mais au prix de revente ; est alors indemnisé le préjudice lié à la conclusion de la transaction, égal à la différence entre le prix d'achat et le prix de vente, soit la moins-value éventuellement réalisée⁷³³. Ainsi, dans la jurisprudence récente relative au *tort of deceit*, la Chambre des *Lords*, dans sa décision *Smith New Court Securities Ltd v Scrimgeour Vickers (Asset Management) Ltd*⁷³⁴ de 1996, a reconnu que, si la méthode fondée

⁷³¹ *Davies Final Report*, n° 60.

⁷³² *V. Davies Discussion Paper*, n° 107 et s.

⁷³³ V. E. Ferran, art. préc., p. 325 et 326.

⁷³⁴ *V. Smith New Court Securities Ltd v. Scrimgeour Vickers (Asset Management) Ltd*, (1997) AC 254, HL.

sur la valeur véritable (*date-of-transaction rule*) présentait l'avantage d'écarter des questions difficiles de causalité, elle ne pouvait être appliquée si elle s'avérait manifestement injuste pour la victime, et a adopté une méthode favorable aux demandeurs, en considérant que le préjudice n'était pas limité à la partie du préjudice découlant directement de la fausseté de l'information, mais couvrait la totalité des pertes découlant de la conclusion de la transaction⁷³⁵. Il en résulte une différence essentielle, à savoir que dans le *tort of deceit*, la baisse de prix peut être indemnisée peu important qu'elle soit due à d'autres facteurs que la fausse information dès lors que celle-ci a amené la victime à conclure, alors que dans le *tort of negligence*, le préjudice dû à des mouvements de marché postérieurs à la transaction n'est généralement pas réparable⁷³⁶. L'on retrouve ici la distinction, désormais classique, entre le préjudice d'altération du cours et le préjudice d'altération concrète déterminante de la décision, et les conséquences habituelles qui en découlent en termes de réparation.

Pour Mme Eilis Ferran, il appartient à la jurisprudence de trancher le débat, en déterminant dans quelle mesure l'application du régime spécial doit emprunter, et également contribuer, à la *common law*⁷³⁷. M. Paul Davies a préféré finalement, pour sa part, ne pas régler la question afin de ne pas entraver la liberté des tribunaux en matière d'évaluation, tout en faisant observer que cela aurait probablement pour conséquence une évaluation des dommages-intérêts égale au préjudice causé par la *reliance* dans l'information, c'est-à-dire selon la méthode du *tort of deceit*, sur lequel le régime spécial est modelé, et non selon celle du *tort of negligence*⁷³⁸. En clair, selon lui, la jurisprudence serait probablement amenée à privilégier la réparation d'une altération concrète déterminante de la décision, plutôt que celle d'une altération de cours. Faute pour les tribunaux d'avoir appliqué, jusqu'à présent, le régime spécial, la question de la définition et de l'évaluation du préjudice à ce titre reste encore à trancher.

⁷³⁵ Dans cette affaire, la banque Citibank délivra directement à un acheteur potentiel, Smith New Court, une fausse information relativement à un bloc d'actions de la société Ferrati qu'elle se proposait de lui vendre. Après que Smith New Court eut acheté les actions, il apparut qu'une fraude sans rapport avec la société Ferranti avait conduit à une surévaluation du prix des actions. Smith New Court vendit les actions en réalisant une perte considérable mais fut indemnisé en justice de la totalité de la différence entre le prix d'achat et le prix de revente, alors qu'une grande partie de cette perte découlait de la fraude dépourvue de lien avec la fausse information initiale (v. *Davies Discussion Paper*, n° 107).

⁷³⁶ V. E. Ferran, art. préc., p. 325 et 326.

⁷³⁷ E. Ferran, *ibid.*

⁷³⁸ *Davies Final Report*, n° 60.

De manière générale, on remarque ainsi en droit anglais, comme en droit américain et en droit allemand, une relative déconnexion entre lien de causalité et préjudice puisque le législateur britannique maintient l'exigence de *reliance*, tout en laissant toute liberté aux tribunaux quant à la détermination du préjudice, c'est-à-dire en leur laissant le choix de réparer un préjudice d'altération de cours alors même que l'investisseur aurait été amené à conclure la transaction sur le fondement de la fausse information. Cela ne saurait, toutefois, exagérément surprendre en droit anglais, comme en droit américain, puisque le régime spécial est calqué sur le *tort* de fraude qui pose une exigence de *reliance*, tout en acceptant ensuite la réparation de divers types de préjudice, en déconnectant en quelque sorte l'exigence de *reliance* du problème de la causalité entre la faute et le préjudice.

320 - Conclusion de la Section II. Le droit du Royaume-Uni a mis en place un régime spécial sur le marché secondaire depuis 2006 et l'a même perfectionné en 2010, au regard notamment du droit américain⁷³⁹. Si l'on s'en tient aux affirmations du professeur Paul Davies, auquel a été confiée la mission de réviser le dispositif initial, celui-ci a en effet cherché à mettre en place un régime de responsabilité civile qui soit effectif tout en évitant les dérives observées aux Etats-Unis. Il estime en effet que l'on ne peut pas se passer d'une responsabilité civile en cas de fraude sur le marché secondaire, compte tenu aussi bien de la fonction réparatrice, même si celle-ci se trouve de fait limitée en raison de la circularité, que de la fonction dissuasive, étant donné l'effet particulièrement négatif de la fraude sur la confiance des investisseurs, même si celle-ci doit relever en priorité du *public enforcement*⁷⁴⁰.

En dépit des prétentions qu'il affiche, le régime mis en place est pourtant loin de tenir ses promesses. Il fait preuve en effet d'un caractère restrictif peu commun, tant du point de vue de la faute, limitée à la fraude et à la malhonnêteté de l'émetteur, que du lien de causalité, caractérisé par l'exigence d'une preuve par l'investisseur de l'altération concrète déterminante de sa décision, faute de l'introduction d'une quelconque présomption en la matière. Le législateur ne s'est même, à aucun moment, interrogé sur le problème de la *reliance*, alors qu'il est pourtant au cœur du débat dans l'ensemble des différents systèmes juridiques. Il n'a pas jugé utile, non plus, de se prononcer sur le délicat problème de l'évaluation du préjudice. Sans surprise, il en est résulté, compte tenu des difficultés probatoires, une absence de mise en

⁷³⁹ V. *Davies Discussion Paper*, n° 110 et s.

⁷⁴⁰ V. *Davies Discussion Paper*, n° 119 et s.

œuvre effective de la responsabilité civile sur le marché secondaire. A vouloir éviter à tout prix les dérives du droit américain, le régime spécial n'est parvenu à aucun résultat, les tribunaux n'ayant pas encore eu une seule occasion de l'appliquer ! Le professeur Eilis Ferran l'avait, d'ailleurs, prédit dès 2009, au regard des caractéristiques restrictives du nouveau régime envisagé⁷⁴¹.

En fait, il n'y a jamais eu au Royaume-Uni de véritable volonté politique de mettre en œuvre une responsabilité civile effective sur le marché secondaire. Dans la mission même qui avait été confiée au professeur Paul Davies, apparaissait primordiale la nécessité de ne pas altérer la communication des émetteurs, et de préserver l'attrait croissant de la place financière anglaise pour les émetteurs d'envergure internationale, qui contrastait singulièrement avec la perte de compétitivité des marchés financiers américains liée à la multiplication des actions collectives⁷⁴². Même le professeur Paul Davies reconnaît aujourd'hui que le régime spécial n'a été conçu qu'en vue de développer de manière très limitée le *private enforcement*, le rôle essentiel revenant au *public enforcement*⁷⁴³. Le régime spécial, dont la mise en place a pourtant demandé des années de réflexion et de nombreuses consultations, n'est, en fait, qu'un régime spécial « *alibi* », destiné uniquement à se mettre en conformité avec le droit européen, en donnant aux petits investisseurs l'impression, factice, d'une protection par la

⁷⁴¹ V. E. Ferran, art. préc., p. 143, indiquant en outre que la réforme avait eu pour origine le souhait de se mettre en conformité avec le droit européen et non une demande des acteurs nationaux, ce qui s'expliquait notamment par le fait que la communauté des investisseurs est dominée au Royaume-Uni par des investisseurs institutionnels exerçant généralement leur influence de manière informelle à travers la réputation, et par les mécanismes du gouvernement d'entreprise issus du droit des sociétés (v., à ce propos, E. Ferran, *Capital Market Competitiveness and Enforcement*, 2008, disponible sur SSRN), et qui ne considèrent pas pour l'instant la responsabilité civile comme un instrument significatif de contrôle.

⁷⁴² V., notamment, *Davies Final Report*, p. 2. D'ailleurs, dans son étude d'impact sur le nouveau régime, le *HM Treasury* a considéré que deux ou trois actions en justice seulement allaient être menées à leur terme et qu'également deux ou trois actions seulement allaient faire l'objet d'une transaction dans les dix ans à venir. V. *H&M Treasury Consultation, Impact Assessment*, p. 35 : « *however, clarifying the liability for misstatement, albeit subject to a demanding test of issuer fraud, is likely to increase the incidence of litigation in cases of fraudulent misstatement. The increase is likely to be small. But the potential costs of such cases are significant, even when settled before trial. It is reasonable to envisage perhaps 2 – 3 cases over the next ten years, with costs in the region of £1 – 2 million for each side. It is reasonable to expect that a similar number of cases would be settled before trial with costs of £0.25 – 0.5 million for each side. This gives a ten year cost range of £5 – 15 million, or an annual average transaction cost range of £0.5 - £1.5 million. (...) The statutory regime has deliberately been shaped, principally by selecting a demanding fraud test for liability, to minimise the potential for speculative litigation and the corresponding pressure on issuers to settle in order to terminate litigation, rather than compensate for harm done to shareholders. Accordingly, we do not anticipate incremental costs for speculative litigation* ». On ne saurait mieux dire la faible ambition du nouveau régime, l'objectif clairement affiché étant d'éviter un contentieux abusif avant que d'indemniser les investisseurs !

⁷⁴³ P. Davies, *Liability for misstatements to the market: some reflections*, *Journal of Corporate Law Studies*, oct. 2009, p. 295.

responsabilité civile sur le marché secondaire. Tel a été, dès le début, le choix de politique juridique effectué. On a rarement vu un tel marché de dupes.

321 - Conclusion du Chapitre I. En Allemagne, comme au Royaume-Uni, c'est le choix d'un aménagement de la responsabilité civile sur le marché secondaire par le législateur qui a été fait au cours des années 2000 en matière d'information publique défectueuse. On aurait ainsi pu s'attendre à une politique juridique mûrement réfléchie et à un bilan plus satisfaisant que dans les Etats, comme la France ou les Etats-Unis, où la tâche est revenue à la jurisprudence.

Or, il faut bien le constater, il n'en est rien. A l'évidence, les résultats obtenus sont bien loin des ambitions affichées. En effet, dans les deux Etats, l'instauration d'un régime légal spécial pour information publique défectueuse sur le marché n'a pas entraîné, jusqu'à présent, de mise en œuvre effective de la responsabilité civile sur ce marché, et ce alors même que des formes de recours collectifs ont été introduites dans chacun de ces Etats. Ce constat tient essentiellement à ce que ni le législateur allemand, ni le législateur anglais n'a adopté de dispositions spécifiques s'agissant des conditions de la responsabilité qui posent véritablement difficulté sur le marché secondaire, à savoir le préjudice et, surtout, le lien de causalité. Aucune présomption de causalité n'a été posée, de sorte que c'est essentiellement une altération concrète déterminante de la décision qui est susceptible d'être réparée dans les deux Etats, dès lors, toutefois, qu'elle est prouvée... L'évaluation du préjudice n'a pas suscité, non plus, l'intérêt du législateur.

En vérité, dans ces deux systèmes juridiques, il n'y a pas eu de volonté politique réelle de développer la responsabilité civile sur le marché secondaire. On a cherché à faire croire aux petits investisseurs qu'ils étaient protégés, mais sans s'en donner véritablement les moyens. Ces régimes spéciaux apparaissent ainsi comme des régimes « *alibis* », mis en place pour donner le change aux investisseurs, tout en évitant de leur faciliter réellement la tâche, afin de préserver la communication financière des émetteurs et de se prémunir des dérives américaines. En d'autres termes, l'on s'agite, mais l'on n'agit pas.

Ainsi, à l'issue de l'étude des droits allemand et anglais, nous avouons une certaine déception. Non pas parce qu'elle n'a été d'aucun apport ; les réflexions menées, notamment du point de vue de la faute au Royaume-Uni, sont loin d'être sans intérêt. Non pas non plus parce que c'est un choix restrictif de politique juridique qui a été fait au regard de la responsabilité civile sur le marché secondaire pour information publique défectueuse. Mais parce que ces systèmes

juridiques se caractérisent par leur hypocrisie, qui se traduit par une discordance entre les ambitions affichées et les choix effectués.

CHAPITRE II - LE REGIME SPECIAL A FINALITE DISSUASIVE EN CAS D'OPERATION D'INITIE EN DROIT AMERICAIN

322 - **L'originalité du droit américain en matière d'opération d'initié.** En matière d'opération d'initié, ce sont une fois de plus les Etats-Unis qui sortent du lot, en étant le seul Etat à avoir adopté un régime spécial de responsabilité civile. Il faut reconnaître toutefois que celui-ci a une finalité essentiellement dissuasive et non réparatrice.

Plus précisément, le droit américain se caractérise, d'une part, par une construction progressive, de nature essentiellement prétorienne, de la prohibition des opérations d'initié (**Section I**), et d'autre part, par l'instauration, d'origine légale, d'un régime spécial de responsabilité civile en la matière (**Section II**).

Section I - **La construction prétorienne de la prohibition**

323 - **Une construction essentiellement prétorienne.** De manière remarquable, il n'existe, en droit américain malgré l'importance qu'y revêt la régulation des opérations d'initié, aucune disposition spécifique venant, de manière générale, les définir et les prohiber⁷⁴⁴. Il en est résulté une construction essentiellement prétorienne de la notion et de la prohibition, dans le cadre de la règle 10b-5 applicable de manière générale en matière de fraude⁷⁴⁵. C'est ainsi, sur ce fondement, que la jurisprudence a d'abord adopté la théorie dite « *classique* » pour les initiés internes (**Paragraphe 1**), puis celle dite de l'« *appropriation illicite* » pour les initiés externes, la première théorie ne pouvant trouver à s'appliquer à leur égard (**Paragraphe 2**).

⁷⁴⁴ La section 16(b) du *Securities Exchange Act* de 1934 ne s'applique qu'en cas de « *short-swing profits* » réalisés par certaines personnes, notamment les dirigeants sociaux, dans le cadre de transactions à court terme, c'est-à-dire effectuées dans les 6 mois, sur le fondement d'informations confidentielles ; cette disposition permet à la société de demander alors la restitution des profits réalisés. Quant à la règle 14e-3 de la *SEC*, elle s'applique uniquement en cas d'offre publique (cf. *infra*).

⁷⁴⁵ Outre un manquement administratif, une opération d'initié constitue également un délit pénal, en vertu du *Mail and Wire Fraud Act* et du *Securities Exchange Act* de 1934 (section 32(a)). Les poursuites pénales doivent alors être engagées par le *U.S. Department of Justice* (notamment à la suite d'une information par la *SEC*).

Paragraphe 1 - **La théorie classique**

324 - **La théorie classique (« *classical theory* ») pour les « *initiés internes* » (« *insiders* »).** La règle « *disclose or abstain* ». La jurisprudence a, d'abord, dégagé, sur le fondement de la règle 10b-5, une obligation pour une personne détenant une information confidentielle sur une société de s'abstenir de réaliser des transactions sur son fondement ou bien de la révéler (« *disclose or abstain rule* »), dès lors que la personne était tenue d'un devoir fiduciaire envers ladite société. En effet, ce n'est que si un tel devoir fiduciaire existait que l'information pouvait être considérée comme ayant été obtenue de manière frauduleuse en contradiction avec la règle 10b-5. En d'autres termes, la règle ne s'appliquait qu'aux initiés internes et, étant donné que la plupart du temps la révélation n'était pas une option envisageable, consistait essentiellement en une obligation d'abstention jusqu'à ce que l'information devienne publique.

Plus précisément, c'est d'abord la SEC qui en 1961, dans une décision de principe *Cady, Roberts & Co*, a défini les conditions d'application de la règle : premièrement, l'existence d'une relation fiduciaire donnant accès, directement ou indirectement, à une information destinée à un usage interne à la société et non au bénéficiaire personnel de toute autre personne ; et deuxièmement, la rupture d'égalité intrinsèquement liée à l'usage par une personne à son avantage d'une information dont elle connaît l'indisponibilité pour les parties avec lesquelles elle traite⁷⁴⁶. La Cour d'appel du second circuit considéra ainsi en 1968, dans l'affaire *Texas Gulf Sulphur Co.*, que les initiés internes à la société (« *corporate insiders* »), ayant acheté des actions de la société alors qu'ils détenaient une information confidentielle relative à la découverte d'un gisement de minerais, avaient violé la règle 10b-5⁷⁴⁷.

325 - **Le débat sur la nécessité d'une utilisation.** Le débat a ensuite porté, à l'instar du droit français et du droit européen⁷⁴⁸, sur la question de savoir si, en matière de causalité, il était nécessaire que l'initié ait exploité ou utilisé l'information ou l'ait simplement détenue au moment de la réalisation des transactions sur le titre concerné (« *“use” versus “possession”* »). Les cours d'appel se sont divisées, certaines n'exigeant la preuve que de la

⁷⁴⁶ *Cady, Roberts & Co*, 40 S.E.C. 907, 1961 WL 60175 (SEC 1961).

⁷⁴⁷ *Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).

⁷⁴⁸ Cf. *infra*.

détention de l'information ou présumant l'utilisation à partir de cette détention (« *possession test of causation* »), d'autres exigeant au contraire la preuve d'une utilisation effective de l'information confidentielle (« *use test of causation* »). Par l'adoption de la règle 10b5-1, la SEC est venue poser une présomption réfragable d'utilisation de l'information détenue⁷⁴⁹. La présomption peut être renversée si le défendeur apporte la preuve qu'il était tenu d'effectuer la transaction en application d'un contrat préalablement conclu, ou d'une l'instruction donnée auparavant par une partie tierce ou, enfin, d'un plan écrit déjà adopté et comprenant ladite transaction⁷⁵⁰. La solution adoptée est, ainsi, très proche de celle retenue par la Cour de justice de l'Union européenne en 2009 dans l'arrêt *Spector Photo group NV*⁷⁵¹.

Paragraphe 2 - La théorie de l'« *appropriation illicite* »

326 - **La théorie de l'appropriation illicite (« *misappropriation theory* ») pour les « *initiés externes* » (« *outsiders* »).** Par la suite, l'arrêt *Chiarella v. United States*, rendu par la Cour suprême en 1980, a mis en évidence les insuffisances de la théorie classique au regard des « *initiés externes* » (« *outsiders* »), c'est-à-dire des personnes dépourvues de tout lien avec la société faisant l'objet de l'information. Il s'agissait, en l'espèce, d'un employé dénommé Chiarella d'une société d'imprimerie qui avait eu, dans le cadre de son travail d'impression, des informations confidentielles relatives à une offre publique et avait acheté des titres de la société cible, réalisant ainsi une plus-value lors de la revente après l'annonce officielle de l'offre publique. La Cour suprême censura la décision d'appel condamnant Chiarella pour délit d'initié, en considérant que celui-ci, n'ayant aucun lien fiduciaire avec la société cible, n'était pas tenu d'un « *devoir de parler* » (« *duty to speak* ») et ne pouvait donc être soumis à la règle de s'abstenir ou de révéler, sur le fondement de la règle 10b-5⁷⁵². En d'autres termes, pour la Cour, la théorie classique, reposant sur l'existence d'un lien fiduciaire avec la société

⁷⁴⁹ Pour plus de détails, v. notamment T.L. Hazen, *op. cit.*, n° 12.17(3).

⁷⁵⁰ SEC, *Rule 10b5-1(c)(1)*. La règle 10b5-1(c)(2) ne s'applique, pour sa part, qu'aux personnes morales. Elle leur permet de renverser la présomption d'utilisation si elles apportent la preuve que l'individu ayant pris la décision d'investissement au nom et pour le compte de la société n'avait pas connaissance de l'information confidentielle, et qu'elles avaient mis en place des procédures internes suffisantes dans le cadre de la prévention des opérations d'initié.

⁷⁵¹ Cf. *infra*.

⁷⁵² *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 100 S. Ct. 1108 (1980).

concernée, ne pouvait s'appliquer à des transactions réalisées par un initié externe (« *outsider trading* »⁷⁵³).

Compte tenu des insuffisances de la théorie classique en la matière mises à jour par la décision *Chiarella v. United States*, l'autorité de régulation puis la jurisprudence ont été contraintes de réagir. D'abord, la SEC a cherché à éviter l'application de la règle 10b-5 et de l'exigence d'un lien fiduciaire avec la société objet de l'information, en adoptant la règle 14e-3 en matière d'offre publique : la règle interdit à toute personne autre que la société à l'origine de l'offre d'effectuer des transactions sur le fondement de l'information confidentielle relative à un projet d'offre publique⁷⁵⁴. Ensuite et surtout, la jurisprudence a mis à jour une nouvelle théorie dite de l'« *appropriation illicite* » (« *misappropriation theory* »), selon laquelle l'utilisation de l'information peut constituer une violation d'une obligation envers la source de l'information, c'est-à-dire une appropriation illicite, peu important l'absence de lien avec la société concernée par l'information. Déjà, dans l'affaire *Chiarella v. United States*, certains juges de la Cour suprême avaient fait observer que si *Chiarella* n'était pas tenu d'un devoir de révéler envers la société cible, il aurait pu être soumis à une obligation de s'abstenir en raison de son lien avec la société projetant l'acquisition. Si elle n'a pas été reconnue dans l'affaire *Dirks v. SEC* de 1983⁷⁵⁵, la théorie de l'appropriation illicite a été consacrée avec force par la Cour suprême dans son arrêt de principe *United States v. O'Hagan* en 1997. En l'espèce, un

⁷⁵³ On utilise aussi le terme de « *trading on market information* ».

⁷⁵⁴ Les décisions *Chiarella v. United States* ainsi que *Dirks v. SEC* (cf. *infra*) ont également eu pour conséquence un renforcement du pouvoir de la SEC, par l'adoption par le Congrès en 1984 du *The Insider Trading Sanctions Act* (« *ITSA* », *Pub. L. No. 98-376, 98 Stat. 1264 (1984)*). Cette loi permet à la SEC d'engager des poursuites devant les tribunaux, et de sanctionner, par la restitution du profit (« *disgorgement* ») et le prononcé d'une amende administrative pouvant aller jusqu'à trois fois le montant du profit réalisé ou de la perte évitée (« *treble-damage penalty* »), toute personne ayant effectué des transactions alors qu'elle était en possession d'informations non publiques (v. *Securities Exchange Act*, section 21A). L'on notera également que les sanctions pénales prévues par la section 32(a) du *Securities Exchange Act* de 1934 ont été renforcées par le Congrès en 1988, par l'adoption du *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* (cf. *infra*), et en 2002, par le *Sarbanes-Oxley Act*.

⁷⁵⁵ *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 130 S. Ct. 3255 (1983). La Cour suprême a également décidé, dans cet arrêt, que la personne qui reçoit une information confidentielle (« *tippee* ») de la part d'un initié (« *tipper* ») n'est tenue d'un devoir fiduciaire envers les actionnaires de la société que si deux conditions sont réunies : premièrement, l'initié a violé son devoir fiduciaire envers les actionnaires en recherchant, directement ou indirectement, un bénéfice personnel ; et deuxièmement, le *tippee* a connaissance ou aurait dû avoir connaissance de cette violation. Ce n'est que dans ces conditions que le *tipper* et le *tippee* peuvent être sanctionnés. En l'espèce, un analyste financier, *Dirks*, avait été informé par certains des employés de la société *Equity Funding*, que celle-ci commettait une fraude en majorant artificiellement ses actifs. Il avait transmis cette information à différents participants du marché. La Cour suprême considéra que *Dirks* avait pu légitimement communiquer cette information puisque les employés initiés l'ayant averti recherchaient non pas leur intérêt personnel mais à révéler la fraude, de sorte qu'il n'était tenu d'aucun devoir fiduciaire à l'égard des actionnaires de la société *Equity Funding*. La même règle s'applique s'agissant des initiés externes dans le cadre de la théorie de l'appropriation illicite. Pour plus de détails, v. T.L. Hazen, *op. cit.*, n° 12.17(5).

cabinet d'avocats avait été chargé par un client de préparer un projet d'offre publique sur une société cible ; un associé dudit cabinet en avait profité pour effectuer des transactions sur les titres de la société cible. La Cour suprême a considéré qu'il y avait bien eu violation par l'associé de son devoir envers le client de son cabinet, c'est-à-dire la source de l'information⁷⁵⁶.

L'application de la théorie de l'appropriation illicite ne va pas toutefois sans poser de difficulté. Elle exige également, en effet, qu'il existe un devoir fiduciaire ou de confidentialité entre l'initié externe et la source de l'information. Tel est le cas, par exemple, selon les juridictions inférieures, du psychiatre obtenant une information de la part de son patient envers lequel il est tenu d'une obligation de confidentialité, mais pas du prestataire à l'égard de son client⁷⁵⁷. La question de la détermination de l'existence d'un devoir fiduciaire demeure ainsi délicate, et la jurisprudence n'apparaît pas pleinement cohérente⁷⁵⁸. La règle 10b5-2, adoptée par la SEC en 2000, fournit cependant quelques indications en la matière, en considérant qu'il existe un tel devoir dans trois cas : lorsque la personne récipiendaire de l'information s'est engagée à la garder confidentielle ; lorsqu'en raison de l'historique des relations entre les personnes impliquées, il était raisonnable de compter sur le maintien de la confidentialité ; ou lorsqu'il existe des relations familiales entre les personnes concernées. La règle précise toutefois que ces trois cas ne sont pas limitatifs. Il serait, par conséquent, souhaitable que le législateur intervienne, une bonne fois pour toutes, afin de définir précisément le champ de la prohibition⁷⁵⁹.

327 - Synthèse. Faute de disposition légale spécifique en la matière, c'est la jurisprudence qui, aux Etats-Unis, a construit progressivement une sorte de *common law* fédérale relative à la prohibition des opérations d'initié, sur le fondement de la règle 10b-5 de la SEC. Le mouvement s'est fait essentiellement en deux temps. D'abord, par l'instauration dans le cadre de la théorie classique, d'une obligation de s'abstenir ou de révéler pour les initiés internes, dès lors qu'existait un lien fiduciaire entre l'initié et la société faisant l'objet de l'information.

⁷⁵⁶ *United States v. O' Hagan*, 521 U.S. 642, 117 S. Ct. 2199 (1997).

⁷⁵⁷ V. T.L. Hazen, *op. cit.*, n° 12.17(4).

⁷⁵⁸ *Ibid.*

⁷⁵⁹ *Ibid.* L'on observera, en outre, qu'en application de cette théorie, quoique fondée sur la propriété de l'information, le droit d'action n'a, en principe, été attribué qu'à un acheteur ou à un vendeur des titres concernés, à l'exclusion du détenteur de l'information, comme a pu l'affirmer la Cour suprême dans l'affaire *United States v. Carpenter*, 484 U.S. 19, 108 S. Ct. 316 (1987). C'est la conception qui inspire la loi relative à l'indemnisation des « investisseurs contemporains » (cf. *infra*).

Ensuite, compte tenu de l'impossibilité d'appréhender les initiés externes par la théorie classique, par l'élaboration de la théorie de l'appropriation illicite, en vertu de laquelle un initié externe est également tenu envers la source de l'information de l'obligation de s'abstenir ou de révéler (par exemple, l'avocat réalisant des transactions sur les titres d'une société cible convoitée par son client, source de l'information), peu important son absence de lien fiduciaire avec la société concernée par l'information. Cette théorie reste toutefois d'application délicate, étant donné qu'elle requiert l'existence d'un lien fiduciaire entre l'initié externe et la source de l'information, ce qui n'est guère simple à déterminer et suscite des jurisprudences peu cohérentes. Par conséquent, il serait bon que le législateur intervienne pour fixer enfin le champ de la prohibition, comme il a su le faire pour mettre en place un régime spécial de responsabilité civile pour les « *investisseurs contemporains* ».

Section II - **L'instauration légale d'un régime spécial de responsabilité civile**

328 - **L'instauration d'un régime légal spécial de responsabilité civile au profit des « *investisseurs contemporains* ».** Le législateur américain a mis en place un régime spécial de responsabilité civile au profit des « *investisseurs contemporains* » (**Paragraphe 1**). Il conduit, toutefois, à une réparation approximative, à des fins essentiellement dissuasives (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - **Le régime spécial de responsabilité civile pour les « *investisseurs contemporains* »**

329 - **Le régime légal spécial au profit des « *investisseurs contemporains* » (« *contemporaneous traders* ») : la section 20A du *Securities Exchange Act* de 1934.** En 1988, le Congrès a, aux termes d'un long débat, décidé, dans le cadre de l'adoption du *The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* (« *ITSFEA* »)⁷⁶⁰, de compléter la jurisprudence élaborée sur le fondement de la règle 10b-5, en mettant expressément en place un droit d'action privé (« *express private right of action* »), permettant aux « *investisseurs contemporains* »

⁷⁶⁰ *Pub. L. No. 100-704, 102 Stat. 4677 (1988).*

(« *contemporaneous traders* ») de demander la restitution (*disgorgement*) des profits réalisés (ou de la perte évitée) par l'initié. La mesure a été introduite à la section 20A du *Securities Exchange Act* de 1934, et repose essentiellement sur deux fondements : l'égalité des investisseurs (*fairness*) et l'intégrité du marché (d'où la prévision de restitution du profit réalisé ou de la perte évitée)⁷⁶¹.

Cette disposition prévoit, plus précisément, que toute personne violant le *Securities Exchange Act* de 1934 ou les règles de la SEC, alors qu'elle était en possession d'une information significative et non publique, est responsable envers les investisseurs contemporains, c'est-à-dire les investisseurs ayant réalisé des transactions contemporaines à celles de l'initié, mais dans un sens opposé⁷⁶². En d'autres termes, si l'initié vend, tous les investisseurs contemporains à l'achat peuvent le poursuivre en dommages-intérêts ; et symétriquement, si l'initié achète, tel est le cas de tous les investisseurs contemporains à la vente. Les dommages-intérêts sont limités aux profits réalisés ou à la perte évitée par l'initié, après déduction de la restitution (*disgorgement*), mais non des sanctions pécuniaires, éventuellement prononcées par la SEC dans le cadre d'une procédure de sanction administrative⁷⁶³. La loi précise, par ailleurs, que cette disposition n'interfère en aucune manière dans les procédures administratives ou pénales éventuelles. Elle poursuit pourtant, essentiellement, la même finalité dissuasive.

Paragraphe 2 - Une réparation approximative à des fins dissuasives

330 - **Une réparation approximative.** L'initiative du législateur américain mérite certes d'être saluée, parce qu'elle est unique – une telle disposition spéciale n'existant, à notre connaissance, dans aucun autre pays -, et parce qu'elle reconnaît, d'une certaine manière, que les investisseurs présents sur le marché en même temps que l'initié peuvent subir un préjudice. La section 20A du *Securities Exchange Act* de 1934 ne conduit toutefois, de

⁷⁶¹ V. A.R. Palmiter, *op. cit.*, n° 10.2.4.

⁷⁶² Plus précisément peuvent être tenus pour responsables l'initié, la personne ayant communiqué l'information à l'initié (*tippee*) et les personnes contrôlant l'initié. La loi précise, en outre, qu'en cas de communication de l'information, le *tipper* et le *tippee* sont solidairement responsables.

⁷⁶³ Pour une description détaillée du dispositif, v. W.K.S. Wang & M.I. Steinberg, *Insider Trading*, Oxford University Press, 2010, 3e éd., chap. 6 : « *The Rule 10b-5 Private Plaintiffs Who Can Sue a Stock Market Insider Trader for Damages* ».

manière évidente, qu'à une réparation particulièrement approximative des préjudices réellement subis par les investisseurs du fait de l'opération d'initié.

Premièrement, le législateur n'a même pas pris la peine de définir précisément, à la section 20A, les victimes - les investisseurs dits « *contemporains* » -, auxquelles il accorde pourtant un droit d'action légal en responsabilité civile, à hauteur des profits réalisés ou de la perte évitée. Selon la doctrine, la règle ayant une fonction dissuasive bien plus que réparatrice, la notion d'investisseur contemporain devrait être interprétée largement. La plupart des décisions considèrent ainsi que la réalisation d'une opération dans la semaine suivant la commission de l'opération d'initié suffit à satisfaire à l'exigence de contemporanéité, mais certaines décisions ont pu adopter des périodes plus courtes, limitées à quelques jours⁷⁶⁴.

Deuxièmement, les dommages-intérêts sont limités aux profits réalisés ou à la perte évitée, alors même que le préjudice occasionné pourrait être d'un montant plus important ; de la même façon, seuls les investisseurs contemporains ayant passé des ordres passés dans le sens opposé à l'initié peuvent être indemnisés, alors même que certains investisseurs ayant passé des ordres dans le même sens sont également susceptibles d'avoir subi un préjudice⁷⁶⁵.

Troisièmement et de manière plus générale, il faut bien reconnaître que la réparation ne peut de fait être qu'approximative, étant donné qu'en raison de l'anonymat du marché, il est quasiment possible d'identifier les victimes de l'initié sur le marché⁷⁶⁶.

- 331 - **Une finalité essentiellement dissuasive.** En vérité, comme le fait observer la doctrine⁷⁶⁷, le régime légal spécial de responsabilité civile a une finalité essentiellement dissuasive. Le Congrès a souhaité compléter la répression exercée en matière administrative et pénale, par une mesure prophylactique reposant sur la responsabilité civile, et donc l'initiative privée des investisseurs (*private enforcement*). L'indemnisation à laquelle le défendeur peut être condamné à leur égard ne consiste ainsi, ni plus ni moins, qu'en des dommages-intérêts punitifs, égaux à la restitution du profit réalisé ou de la perte évitée.

⁷⁶⁴ V., notamment, T.L. Hazen, *op. cit.*, n° 12.17(7)(C). On notera également que, selon la jurisprudence, un détenteur d'options peut être considéré comme un investisseur contemporain au regard de la section 20A, et que l'investisseur n'ayant réalisé des transactions (de gré à gré) qu'avec le défendeur ne peut, en sus de son action sur le fondement de la règle 10b-5, agir au titre de la section 20A.

⁷⁶⁵ Cf. *infra*.

⁷⁶⁶ Cf. *infra*.

⁷⁶⁷ V., notamment, T.L. Hazen, *op. cit.*, n° 12.17(7)(C). Adde W.K.S. Wang & M.I. Steinberg, *Insider Trading*, *op. cit.*, spéc. n° 6.4.

On peut penser également que le Congrès a souhaité donner l'impression, trompeuse, aux investisseurs qu'ils pouvaient en tout état de cause être indemnisés de leurs préjudices s'ils se trouvaient victimes d'une opération d'initié, et ainsi assurer leur confiance dans le marché. C'est pourtant loin d'être le cas, étant donné que l'indemnisation accordée restera fort éloignée des préjudices véritablement subis.

332 - **Conclusion du Chapitre II et du Titre I.** Le législateur américain a fait preuve de volontarisme en matière de responsabilité civile pour opération d'initié. Il a en effet instauré en 1988, à la section 20A du *Securities Exchange Act*, un dispositif spécial de responsabilité civile au profit des investisseurs dits « contemporains », c'est-à-dire ayant effectué des transactions contemporaines à celles de l'initié, mais dans un sens opposé, à hauteur du profit réalisé ou de la perte évitée par ledit initié. L'initiative, unique, est louable en ce qu'elle reconnaît, d'une certaine manière, l'existence de préjudices subis par les investisseurs présents sur le marché en même temps que l'initié. Elle n'aboutit toutefois qu'à une réparation particulièrement approximative, la notion d'investisseur contemporain n'ayant pas été définie par le législateur, de sorte que la jurisprudence diverge sur la période devant être retenue à ce titre, et les dommages-intérêts étant limités au profit réalisé ou à la perte évitée, peu important le montant réel des préjudices.

En fait, comme le reconnaît la doctrine, le législateur a instauré ce régime spécial à des fins essentiellement dissuasives et non réparatrices, afin de compléter la répression administrative et pénale, par une sorte de peine privée permettant la restitution du profit réalisé ou de la perte évitée.

Au résultat et contre toute attente, l'aménagement en matière de responsabilité civile sur le marché boursier se révèle particulièrement décevant lorsqu'il est pratiqué par le législateur lui-même. En matière d'information publique défectueuse, il ne se traduit, tout du moins en droits allemand et anglais, que par des régimes spéciaux « *alibis* », dépourvus de toute effectivité faute de s'être attaqués aux véritables problèmes que sont le lien de causalité et le préjudice en matière boursière et destinés uniquement à donner l'impression trompeuse d'une protection des investisseurs. En matière d'opération d'initié, il n'a été opéré essentiellement qu'à des fins de dissuasion et non d'indemnisation des investisseurs. Enfin, dans les deux cas, le législateur semble plus avoir à cœur de susciter la confiance des investisseurs que de mettre véritablement en œuvre les mécanismes qui justifieraient une telle confiance...

CONCLUSION DE LA PARTIE I

333 - ***De lege lata, l'aménagement de la responsabilité civile.*** De manière évidente, le marché boursier, et plus précisément le marché secondaire, présente un fort particularisme, qui complique et rend malaisée la mise en œuvre de la responsabilité civile en matière d'information publique défectueuse et plus largement d'abus de marché. La tentation est alors grande de procéder à un aménagement de la responsabilité civile afin de surmonter ces obstacles et de faciliter l'indemnisation des investisseurs. *De lege lata*, l'étude de différents droits – ceux des Etats-Unis, de la France, de l'Allemagne et du Royaume-Uni – nous a ainsi montré, que, selon le système juridique, c'était soit le juge, soit le législateur qui avait procédé à de tels aménagements de la responsabilité civile, et ce autour d'une *summa divisio* fondamentale entre la réparation d'une altération de la décision et celle d'une altération du marché. Il en est également ressorti que c'était essentiellement l'information publique défectueuse qui occupait l'essentiel des préoccupations, les opérations d'initié n'ayant qu'une place résiduelle et la manipulation de cours étant quasiment inexistante.

En droit américain, comme en droit français, c'est au juge qu'il est revenu, faute d'intervention législative, de mettre en oeuvre un aménagement de la responsabilité civile pour information publique défectueuse. Ces deux systèmes se distinguent, toutefois, radicalement, quant aux choix qui ont été opérés et aux résultats qui ont été obtenus. Aux Etats-Unis, si le juge a posé une présomption d'altération de la décision de l'investisseur, à travers l'adoption de la théorie de la fraude sur le marché, il s'est orienté de fait essentiellement vers la réparation de l'altération du cours de bourse provoquée par l'information défectueuse, sur le fondement de l'efficience informationnelle des marchés. En pratique, cette altération du cours est calculée par le recours à des expertises économiques, fondées sur la technique des études d'événement consistant à reconstruire rétroactivement le cours qui aurait prévalu en l'absence de fausse information, et qui donnent lieu à de véritables joutes entre les différents experts, dans le cadre d'actions collectives boursières nombreuses et de grande envergure.

La situation se présente sous un jour fort différent en droit français. Après quelques tergiversations, la jurisprudence a dégagé un nouveau type de préjudice particulièrement abstrait et intellectuel, consistant dans une atteinte générale à la faculté et à la liberté de l'investisseur d'arbitrer sur le marché. Il s'agit ainsi d'un préjudice d'altération, non plus

concrète, mais abstraite de la décision, en ce qu'elle n'est pas appréciée au regard d'une décision d'investissement précisément définie, mais d'une atteinte intellectuelle générale. L'aménagement est considérable en matière de responsabilité civile, puisqu'il conduit à poser à la fois une présomption de causalité et une présomption de préjudice moral, indemnisé forfaitairement. La solution est aujourd'hui bien établie et consacrée par la Cour de cassation. Elle ne manque pas d'audace et d'inventivité et est parvenue à une certaine efficacité, en adoptant une logique de réparation collective sur le marché. Elle a ainsi permis de faire face, ces dernières années, à un certain nombre de contentieux de masse, même si l'on est encore très loin de la situation américaine.

Aucune de ces solutions prétoriennes n'emporte pourtant l'adhésion. Le droit américain connaît, pour sa part, une crise sans précédent. D'une part, la doctrine, comme la jurisprudence, n'arrive pas à s'accorder sur le type d'altération de cours qui doit être réparé : certains plaident pour l'indemnisation, dans une perspective *ex ante*, de la réparation de l'altération initiale du prix d'achat ; d'autres, au contraire, font valoir qu'il ne s'agit que d'un préjudice incertain, « *fantôme* », créé de toute pièce par les experts, et militent pour l'indemnisation, dans une perspective *ex post*, de l'altération de cours résultant de la rectification de l'information, en arguant que seul le marché, et non le juge, est véritablement en mesure d'évaluer le préjudice en la matière. D'autre part et plus fondamentalement, sont aujourd'hui profondément remises en cause la validité de la théorie de la fraude sur le marché et l'opportunité des actions collectives boursières, compte tenu de leur manque d'efficacité tant en matière de réparation que de dissuasion et des multiples abus qu'elles engendrent. En effet, en raison de la particularité de la procédure américaine, l'essentiel du litige se joue avant le stade du procès, de sorte que si les investisseurs et leurs avocats parviennent à obtenir la certification de l'action collective, ils sont alors en mesure d'exercer un véritable « *chantage* » sur l'émetteur, contraint finalement à une transaction, même dans le cas d'actions largement infondées. De sorte que la Cour suprême, elle-même, songe désormais à remettre en cause la théorie de la fraude sur le marché et les actions collectives boursières qu'elle rend possibles.

La solution française n'échappe pas plus à la critique, même si celle-ci est bien moins virulente compte tenu du caractère encore fort limité du contentieux. Elle apparaît, en effet, trop restrictive et arbitraire. Restrictive, en ce qu'elle ne permet la réparation que d'un préjudice d'altération abstraite de la décision, à l'exclusion notamment de tout préjudice

d'altération concrète de la décision ou de tout préjudice d'altération de cours. Arbitraire en ce qu'elle conduit à indemniser des préjudices fort éloignés de ceux réellement subis et, en outre, de manière forfaitaire, en contradiction avec le principe de réparation intégrale. De sorte que beaucoup militent désormais pour une réparation de l'altération du cours, en s'inspirant de la pratique américaine. L'on assiste ainsi, lorsque l'on met face à face le droit français et le droit américain, à un étrange renversement des choses...

En droit allemand, comme en droit anglais, on a préféré confier au législateur lui-même le soin d'aménager la responsabilité civile pour information publique défectueuse sur le marché secondaire. On aurait ainsi pu s'attendre à un choix de politique juridique mûrement réfléchi et à un bilan plus satisfaisant. A l'examen, la déception est de taille. Les résultats obtenus sont loin des ambitions initialement affichées. Et ce parce que le législateur, dans aucun de ces deux Etats, n'a traité de front les conditions de la responsabilité civile qui posent véritablement problème sur le marché secondaire, à savoir la causalité et le préjudice. Aucune présomption de causalité n'a été posée alors que c'est essentiellement le choix de la réparation d'une altération concrète déterminante de la décision qui a été opéré. Aucune précision n'a été, non plus, apportée par le législateur en matière d'évaluation du préjudice. Il en résulte une absence totale de mise en œuvre de la responsabilité civile sur le marché secondaire, aussi bien en Allemagne qu'au Royaume-Uni. Les régimes légaux spéciaux de responsabilité civile qui ont été adoptés ne sont, ainsi, que des régimes « *alibis* », destinés uniquement à faire croire aux petits investisseurs qu'ils sont protégés, en évitant tout risque d'altérer la communication de l'émetteur et d'importer les dérives contentieuses américaines. Il n'y a jamais eu, en fait, dans ces Etats, de véritable volonté politique de développer la responsabilité civile sur le marché secondaire.

Enfin, si par une initiative louable, un régime spécial a également été adopté aux Etats-Unis en matière d'opération d'initié, à travers l'indemnisation des investisseurs ayant réalisé des transactions de manière contemporaine à l'initié, il conduit de fait à une réparation fort approximative et destinée à des fins essentiellement dissuasives. L'ensemble de ces interventions législatives donnent en outre l'impression de chercher à susciter la confiance des investisseurs plus que de la justifier, dès lors qu'elles ne leur apportent en réalité qu'une faible protection.

On terminera cette étude de droit comparé par deux constats. Premièrement, et cela est loin d'être inhabituel, une certaine déception se fait jour ; si l'on s'attendait à trouver un système

juridique dans lequel le problème avait été réglé de façon définitive ou, tout du moins, satisfaisante, le constat est sans appel : aucun Etat ne semble, à notre connaissance, être arrivé sur cette question à un point d'équilibre. L'on ressort tout de même, de cette étude, conforté, inspiré et prévenu. Conforté au sens où la *summa divisio* entre l'altération de la décision et l'altération du cours se retrouve dans tous les systèmes juridiques, de sorte que l'on n'a guère d'autre choix – la solution la plus originale est, d'ailleurs, celle inventée par le droit français. Inspiré par les nombreuses réflexions menées dans les droits étrangers et par les problèmes pratiques, auxquels ils font face, notamment aux Etats-Unis. Prévenu, enfin, de l'inutilité de certains régimes spéciaux qui ne traitent pas des véritables problèmes - le juge apparaissant, contre toute attente, parfois bien plus à même que le législateur de faire face aux problèmes que la société leur soumet - ; prévenu, également, des méfaits éventuels du développement d'un contentieux qu'à première vue l'on appellerait de ses vœux sans réserve.

Deuxièmement, l'on constate qu'en tout état de cause, faute d'un volontarisme effectif, qu'il soit judiciaire ou législatif, la responsabilité civile ne peut pas naturellement se développer sur le marché secondaire, en raison du fort particularisme de celui-ci. Les régimes spéciaux, que nous avons qualifiés d'« *alibis* », en sont d'ailleurs la preuve éclatante. *De lege ferenda*, les questions qui se posent, dès lors, au droit français sont les suivantes : doit-il faire preuve d'un tel volontarisme en aménageant la responsabilité civile sur le marché secondaire ? Quel modèle doit-il, alors, privilégier ?

PARTIE II - *DE LEGE FERENDA*, L'APPLICATION DU DROIT COMMUN

334 - **Le choix de politique juridique.** A vrai dire, la doctrine française s'est essentiellement préoccupée de déterminer le préjudice ou modèle adéquat afin d'aménager la responsabilité civile sur le marché secondaire afin de la rendre plus effective, comme s'il allait de soi que les investisseurs devaient recevoir réparation en cas d'information publique défectueuse ou d'abus de marché. Or, la question est, en vérité, bien plus complexe, de nombreux arguments pouvant s'opposer à une telle indemnisation, comme l'a notamment montré la doctrine américaine⁷⁶⁸. Il s'agit ainsi, d'abord, de décider s'il est opportun de rechercher cet objectif d'aménagement de la responsabilité civile, avant que de s'interroger sur ses modalités.

La question, certes, se pose différemment en droit français et dans les droits de relativité aquilienne où un droit d'action doit être créé ; en droit français, la responsabilité civile et le principe de responsabilité pour faute s'appliquent en principe dans tous les domaines, et les écarter purement et simplement du domaine des marchés financiers serait inconstitutionnel. Reste que, comme l'étude des différents droits positifs l'a montré, quand bien même le droit d'agir existe, sa mise en œuvre effective nécessite un certain volontarisme, qu'il soit jurisprudentiel ou législatif, compte tenu des spécificités du marché qui se posent comme autant d'obstacles à une application qui se ferait de manière naturelle.

Il nous faut donc identifier préalablement le choix de politique juridique le plus approprié (**Titre I**), avant que de déterminer les moyens de mise en œuvre de ce choix de politique juridique (**Titre II**).

⁷⁶⁸ V., notamment, J.E. Fisch, *Cause and Concern: Causation and Federal Securities Fraud*, *Iowa L. Rev.* (2009), mettant en évidence que le traitement de la responsabilité civile pour fausse information sur le marché secondaire doit nécessairement résulter d'un choix de politique juridique, en tenant compte des spécificités du marché et des finalités que l'on cherche à atteindre. Elle estime que le droit américain n'a pas encore clairement opéré ce choix de manière réfléchi.

TITRE I - LE CHOIX DE POLITIQUE JURIDIQUE

- 335 - **Les critères du choix de politique juridique à partir d'une analyse fonctionnelle.** Comme on l'a développé en introduction, notre choix de politique juridique ne pouvait être effectué qu'à partir d'une analyse des fonctions de la responsabilité civile et du droit financier. Il en est ressorti, pour l'essentiel, que ce choix devait satisfaire les finalités principales suivantes, sans qu'une hiérarchie ne s'impose *a priori* entre elles : la réparation des préjudices et la protection des investisseurs et du bon fonctionnement du marché, à travers notamment la responsabilisation des investisseurs. La dissuasion de l'auteur éventuel ne sera, en revanche, qu'une finalité secondaire pouvant être prise en charge par le droit répressif, à défaut de l'être par la responsabilité civile.
- 336 - **Un choix de politique juridique restrictif : le refus d'aménager la responsabilité civile sur le marché secondaire.** Cette analyse fonctionnelle nous conduira à un choix de politique juridique restrictif, consistant dans le refus d'aménager la responsabilité civile sur le marché secondaire, et ce que quel que soit le fait générateur envisagé : tant l'information publique défectueuse (**Chapitre I**) que l'intervention frauduleuse sur le marché (**Chapitre II**).

CHAPITRE I - L'INFORMATION PUBLIQUE DEFECTUEUSE

337 - **Le choix de politique juridique en matière d'information publique défectueuse : la limitation au préjudice prouvé d'altération de la décision.** En cas de manquement à l'information, la responsabilité civile est amenée généralement à réparer une altération de la décision, comme il en va par exemple en matière de responsabilité médicale ou des professionnels (notaires, avocats ou encore prestataires financiers par exemple), bien plus qu'une altération de cours. Celle-ci n'est en effet qu'une spécificité issue du droit des marchés financiers, et qui ne doit son existence qu'au caractère public d'une partie de l'information qui y est délivrée et à l'efficience informationnelle des marchés.

Pourtant, de manière assez paradoxale, c'est plus la réparation de l'altération de la décision qui exige un aménagement de la responsabilité civile que celle d'une altération de cours. En effet, l'information étant publique, l'investisseur aura le plus grand mal à prouver qu'elle l'a influencé dans ses décisions d'investissement, à moins d'instaurer une présomption de causalité. La réparation d'une altération de cours s'impose en revanche plus naturellement en application du principe général de responsabilité pour faute, dès lors toutefois que l'on tient ce préjudice, évalué à travers des expertises économiques, pour suffisamment certain.

Nous adopterons ainsi le raisonnement suivant pour justifier pourquoi nous nous opposons à un aménagement de la responsabilité civile sur le marché secondaire en droit français et optons ainsi pour un choix de politique juridique assez restrictif.

Nous montrerons, d'abord, que le préjudice d'altération du cours, quoique spécifique aux marchés financiers et d'application assez naturelle - d'où son succès en droit américain et les espoirs qu'il suscite en droit français -, doit être rejeté, faute de permettre une fonction réparatrice efficace⁷⁶⁹ de la responsabilité civile sur le marché secondaire (**Section I**).

Nous expliquerons, ensuite, que doit être privilégié le préjudice d'altération de la décision, à condition toutefois qu'il soit prouvé – ce qui ne nécessite donc aucun aménagement de la

⁷⁶⁹ L'efficacité ne doit ainsi pas être confondue avec l'efficience promue par les tenants de l'analyse économique du droit et qui peut être définie comme la capacité à minimiser les coûts sociaux des accidents (cf. *infra*). V. sur la notion d'efficience, B. Deffains et S. Ferey, *Agir et juger : comment les économistes pensent le droit*, éditions Panthéon-Assas, 2010 ; G. Royer, *L'efficience en droit pénal économique : étude de droit positif à la lumière de l'analyse économique du droit*, LGDJ, préf. G. Canivet et F. Stasiak, coll. Dr. et écon., 2009. L'effectivité a, pour sa part, été définie comme la mise en œuvre de la responsabilité civile.

responsabilité civile -, en ce qu'il est mieux à même d'assurer à la fois la fonction réparatrice de la responsabilité civile et/ou les fonctions du droit financier (**Section II**).

Section I - **Le rejet du préjudice d'altération de cours**

- 338 - **Le rejet du préjudice d'altération de cours au regard de la fonction réparatrice.** Plusieurs raisons militent en faveur du rejet du préjudice d'altération du cours⁷⁷⁰ au regard de la fonction réparatrice : d'une part, il s'agit d'un préjudice qui reste incertain (**Sous-section I**) ; d'autre part, il est, en bonne part, déjà réparé par le marché (**Sous-section II**).

Sous-section I - Un préjudice incertain

- 339 - **La relativité générale de l'exigence de certitude. La certitude : une probabilité suffisante.** Si l'exigence civile de certitude va en apparence de soi - « *comment indemniser une prétendue "victime", dont il est incertain qu'elle ait subi un dommage ?* »⁷⁷¹, elle pose en réalité d'importantes difficultés conceptuelles et pratiques. Elle n'est d'ailleurs pas définie par le législateur ou la jurisprudence et le projet Catala comme le projet Terré se sont bien gardés d'en proposer une définition⁷⁷². Mme Suzanne Carval écrit ainsi à son propos : « *elle ne fait l'objet d'aucune définition légale ou jurisprudentielle puisque le droit français ne régleme pas la question du "niveau" ou "degré" de la preuve (standard of proof), contrairement aux droits de common law, qui distinguent plusieurs standards, parmi lesquels celui de la preuve prépondérante "preponderance of evidence", ou "balance of probabilities", qui prévaut en matière civile. En France, la question est dominée par le principe de l'intime conviction du juge, ce qui la rend assez opaque* »⁷⁷³.

⁷⁷⁰ Nous envisagerons essentiellement, dans la suite de ces développements, le préjudice d'altération de cours subi *ex ante*, car, comme nous l'avons dit précédemment, l'approche *ex post* ne fait intrinsèquement qu'analyser, dans une perspective *ex post*, c'est-à-dire postérieurement à la rectification de l'information, le préjudice d'altération du prix subi *ex ante*, au moment même de la transaction. Cf *supra*, lors de l'étude du droit américain.

⁷⁷¹ J. Flour, J.-L. Aubert et E. Savaux, *op. cit.*, n° 137.

⁷⁷² V. l'article 1343 du projet Catala, *op. cit.*, p. 173, préc., qui maintient l'exigence de certitude, tout comme l'article 8 du projet Terré, *op. cit.*, p. 2 : « *constitue un dommage toute atteinte certaine à un intérêt de la personne reconnu et protégé par le droit. L'atteinte à un intérêt collectif, telle l'atteinte à l'environnement, est réparable dans les cas et conditions déterminés par la loi* ».

⁷⁷³ S. Carval, *La réparation du dommage concurrentiel dans le droit français de la responsabilité : le point de vue d'un civiliste*, Concurrences, n° 2, 2014, p. 52.

Si beaucoup de manuels de droit civil font l'impasse sur cette question et présentent cette exigence comme un impératif général et absolu qui serait gravé dans le marbre, un certain nombre d'auteurs affinent leur réflexion et font observer avec justesse que la certitude est en vérité plus une question de degré que de nature et s'apparente en fait à une probabilité suffisante. MM. Jacques Flour, Jean-Luc Aubert et Eric Savaux écrivent ainsi de manière éclairante : « *cette exigence de certitude soulève d'ailleurs des difficultés qui sont liées au fait que la vie sociale n'est pas faite de certitudes mathématiques. Comme d'ordinaire, en droit, celle qui est ici requise ne s'entend que d'une probabilité suffisante. Un exemple simple le montre. S'il est une réparation dont la nécessité échappe à toute discussion, c'est bien celle de l'incapacité de travail. Pourquoi ? Parce que la victime aurait continué à gagner sa vie, si elle n'avait pas été blessée. Mais à la vérité, il n'y a là qu'une probabilité. On ne tient pas compte du fait que, sans l'accident qu'elle a subi, elle serait peut-être tombée malade, ou qu'elle se serait peut-être blessée dans des conditions n'engageant pas la responsabilité d'autrui. On se satisfait, en réalité, d'une certitude relative* »⁷⁷⁴. Ils ajoutent : « *c'est ce "relativisme" de la certitude qui explique la possibilité, précédemment signalée, de réparer le dommage futur. Certes, l'avenir comporte toujours un certain aléa ; mais il suffit que celui-ci soit assez faible pour que l'on en fasse abstraction. Suivant le motif très ferme d'un arrêt, le dommage futur est réparable lorsqu'il apparaît "comme la prolongation certaine et directe d'un état de choses actuel". A ce dommage futur et néanmoins certain, s'oppose le dommage éventuel : celui dont la réalisation est trop hypothétique, et qui, de ce fait, ne peut ouvrir droit à réparation* »⁷⁷⁵. M. Philippe Le Tourneau exprime la même idée d'une probabilité, d'une vraisemblance suffisante : « *l'exigence d'un préjudice certain a toujours été entendue avec relativité, car la certitude n'est pas de ce monde. Le préjudice certain est, en ce sens, le préjudice très vraisemblable, si vraisemblable qu'il mérite d'être pris en considération* »⁷⁷⁶. De même, Mme Geneviève Viney, M. Patrice Jourdain et Mme Suzanne Carval, remarquant que la certitude est essentiellement liée à l'aléa qui affecte le dommage, indiquent qu'« *il n'en est pas moins constant qu'une certaine marge d'aléa est jugée compatible avec la certitude*

⁷⁷⁴ *Ibid.*

⁷⁷⁵ *Ibid.*

⁷⁷⁶ Ph. Le Tourneau, *op. cit.*, n° 1411-1.

du dommage »⁷⁷⁷. Mme Suzanne Carval ajoute que « *le dommage éventuel, dont la réparation doit être refusée, n'est pas celui dont la réalisation est affectée d'un aléa raisonnable – ce préjudice peut être regardé comme juridiquement certain -, mais celui dont la réalisation est jugée "trop hypothétique" »*⁷⁷⁸. Les principes de l'Institut International pour l'Unification du droit privé (dits « *Unidroit* »), utilisés notamment en matière d'arbitrage, l'ont d'ailleurs parfaitement compris en n'exigeant qu'un « *degré raisonnable de certitude* » et en se contentant même, à défaut, d'une appréciation discrétionnaire du juge⁷⁷⁹. Cette marge d'incertitude est d'ailleurs encore plus élevée en matière économique⁷⁸⁰.

340 - Les conditions de la responsabilité civile. La réparation du préjudice d'altération de cours pose des difficultés au regard des conditions de la responsabilité civile - l'existence d'un préjudice en lien de causalité avec une faute. En effet, c'est la réparation de ce type de préjudice qui, parce qu'il est calculé en fonction du cours de bourse, nous confronte naturellement de plein fouet au particularisme du fonctionnement même du marché boursier :

⁷⁷⁷ G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, op. cit., n° 276. Adde Ph. Brun, op. cit., n° 181, reconnaissant que la frontière peut être tenue entre le préjudice certain, réparable, et le préjudice éventuel, qui ne l'est pas.

⁷⁷⁸ S. Carval, art. préc., spéc. n° 14, se référant à J. Flour, J.-L. Aubert et E. Savaux, *Les obligations, le fait juridique*, Sirey, 2009, 13^e éd., n° 137.

⁷⁷⁹ Principes Unidroit 2010, art. 7.4.3 (Certitude du préjudice) : « 1) *N'est réparable que le préjudice, même futur, qui est établi avec un degré raisonnable de certitude.* 2) *La perte d'une chance peut être réparée dans la mesure de la probabilité de sa réalisation.* 3) *Le préjudice dont le montant ne peut être établi avec un degré suffisant de certitude est évalué à la discrétion du tribunal ».*

Le commentaire est le suivant : « *la certitude porte non seulement sur l'existence du préjudice, mais aussi sur son étendue. Il est des préjudices dont l'existence ne peut être contestée mais qu'il est difficile d'évaluer. Ce sera souvent le cas pour la perte d'une chance (il n'y a pas toujours une "cote" comme pour le cheval, par exemple une société d'ingénierie qui prépare une soumission) ou pour la réparation d'un préjudice non matériel (atteinte à la réputation de quelqu'un, prix de la souffrance, etc.). (...). Conformément au paragraphe 3, lorsque le montant du préjudice ne peut être établi avec un degré suffisant de certitude, plutôt que de refuser toute réparation ou de condamner à des dommages-intérêts symboliques, le tribunal peut déterminer en équité le montant du préjudice subi ».*

⁷⁸⁰ V., ainsi, F. Bélot, *L'évaluation du préjudice économique*, D., 2007, p. 1681. V., s'agissant du préjudice concurrentiel, notamment S. Carval, *La réparation du dommage concurrentiel dans le droit français de la responsabilité : le point de vue d'un civiliste*, Concurrences, n° 2, 2014, p. 52. Selon nous, ce dernier auteur va toutefois trop loin dans les préconisations qu'elle formule en matière de certitude et d'évaluation du préjudice. Non seulement demande-t-elle au juge de faire preuve d'une particulière souplesse lorsque le préjudice ne peut être qu'une approximation, mais encore recommande-t-elle au législateur, lorsque l'expert n'est pas en mesure de fournir une approximation, d'instaurer un texte spécial permettant au juge de recourir à une méthode alternative de calcul, de nature forfaitaire ou punitive, sur le modèle de ce qui a été fait, en matière de contrefaçon, par la loi n° 2014-315 du 11 mars 2014 – l'article L. 615-7 du Code de la propriété intellectuelle, relatif à la contrefaçon de brevet, exige du juge de prendre en compte, outre le préjudice, les bénéfices réalisés par le contrefacteur, ou lui permet alternativement d'allouer une somme forfaitaire. Elle se justifie en faisant valoir que « *l'idée pourrait cependant être défendue que, sur un marché, l'étendue du dommage est en rapport avec la gravité de la faute, ou l'importance des profits illicites* ». Cette idée, peut-être davantage valable en droit de la concurrence, ne nous apparaît pas convaincante en droit financier, où, comme dans les autres domaines, l'étendue du dommage causé aux investisseurs n'est pas spécialement en rapport avec la gravité de la faute d'information commise. En tout cas, s'il peut y avoir un rapport entre les deux, nous ne voyons pas en quoi ce rapport peut être plus important ou plus évident sur un « *marché* ». Il pourrait être défendu au contraire que la diffusion de l'impact de la faute provoquée par le marché aura tendance à amplifier l'étendue du préjudice au sein du marché quelle que soit la gravité de la faute.

lieu collectif de réalisation de transactions continues et anonymes, qui tend à diffuser les effets d'un comportement, notamment fautif, à l'ensemble des participants. Plus précisément, c'est la condition de certitude, au sens large, du préjudice qui pose problème, que ce soit quant à sa caractérisation conceptuelle (**Paragraphe 1**), ou quant à son évaluation concrète (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - **L'incertitude quant à la caractérisation conceptuelle du préjudice d'altération de cours**

341 - **Analyse conceptuelle.** Etant donné que la théorie de la surévaluation repose sur celle de l'efficacité des marchés financiers, nos raisonnements s'appuieront évidemment sur celle-ci, la tenant pour acquise. Mais nous examinerons, au cours du second paragraphe, les arguments qui ont été, non sans force, opposés à cette théorie, notamment aux Etats-Unis⁷⁸¹. Les deux types de préjudice d'altération de cours, le préjudice de surévaluation (**A**) et le préjudice de sous-évaluation (**B**) tels que nous les avons préalablement définis, appellent, à ce stade de la réflexion, une analyse conceptuelle plus approfondie quant à leurs hypothèses de survenance, leur certitude et leur évaluation⁷⁸². Leur réparation pose, en effet, un certain nombre de difficultés théoriques.

A - **Préjudice de surévaluation**

342 - **Préjudice de surévaluation.** Après avoir déterminé les situations présentant un préjudice de surévaluation (**1**), il convient ensuite d'approfondir l'analyse conceptuelle de la certitude et de l'évaluation du préjudice dans ces situations (**2**).

⁷⁸¹ Cf. *infra*.

⁷⁸² L'on remarquera que les obligataires peuvent également subir un préjudice d'altération du cours, et non seulement les actionnaires. V., ainsi, D. Martin, *Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard*, in *Mélanges AEDBF-France VI*, dir. A. Gourio et J.-J. Daigre, RB éd., 2013, p. 399, spéc. p. 412, faisant observer que le préjudice de surévaluation peut « *concerner les actions comme les obligations cotées* ». Le marché obligataire présente en effet une certaine efficacité (v., notamment, M. Hartzmark, C.A. Schipani & H.N. Seyhun, *Fraud on the Market: Analysis of the Efficiency of the Corporate Bond Market*, Michigan Ross School of Business, Working Paper No. 1158, juill. 2011), et la théorie de la fraude sur le marché est ainsi également appliquée aux obligataires aux Etats-Unis, où ces derniers engagent d'ailleurs un nombre croissant d'actions collectives boursières (v., notamment, J.J. Park, *Bondholders and Securities Class Actions*, 99 *Minn. L. Rev.* 585 (2014)).

1 - La détermination des situations de surévaluation

343 - **Situations de surévaluation.** Il convient de préciser les hypothèses dans lesquelles peut advenir un préjudice de surévaluation (**a**), et celles dans lesquelles un tel préjudice ne peut advenir (**b**), ce qui permettra de déterminer les difficultés conceptuelles qui se posent dans chaque cas.

a - Hypothèses de survenance du préjudice de surévaluation

344 - **Préjudice de surévaluation : deux hypothèses.** La situation est la suivante : une information défectueuse relative à un titre financier est délivrée au marché, par exemple par l'émetteur, avant d'être publiquement rectifiée (nous pouvons qualifier cette période de période d'information défectueuse) ; un investisseur acquiert un titre pendant la période d'information défectueuse à un cours surévalué par la fausse information, ce qui correspond à la définition même du préjudice de surévaluation. Deux situations peuvent se présenter. Soit l'investisseur acquiert le titre pendant la période d'information défectueuse et le conserve ou le cède après la rectification, la situation ne présente alors pas de difficulté particulière : le préjudice est alors égal au montant de la surévaluation initiale et il naît au moment de l'achat. Soit il acquiert et cède le titre pendant la période d'information défectueuse ; la situation est alors bien plus complexe en ce que se pose alors la question de la soustraction de la surévaluation initiale (égale au prix d'achat moins la valeur réelle) de la surévaluation existant éventuellement encore au jour de la revente antérieurement à la rectification⁷⁸³, puisque l'investisseur achète, mais également revend à un cours surévalué. Deux éléments devraient alors être pris en compte pour évaluer le montant du préjudice : le montant de la surévaluation initiale et, le cas échéant, le montant de la surévaluation au jour de la cession. Nous répondrons en détail ci-après à cette délicate question.

b - Les hypothèses de non-survenance d'un préjudice de surévaluation

⁷⁸³ Ou bien alors de la surévaluation existant encore au jour du jugement statuant sur la demande d'indemnisation, si ledit jugement a lieu avant la rectification publique de l'information défectueuse. Cette hypothèse est peu probable en ce que la seule publicité donnée au procès entraînera généralement le rétablissement de la vérité sur le marché.

- 345 - **Hypothèses de non-survenance d'un préjudice de surévaluation. Premier cas.** Hors de ces deux situations, l'investisseur ne peut pas en principe subir un préjudice de surévaluation, soit qu'il achète avant ou après la période d'information défectueuse puisqu'il le fait à chaque fois à un cours non surévalué. Précisons tout de même les choses en distinguant deux cas : celui où l'investisseur n'a détenu le titre à aucun moment de la période d'information défectueuse ; celui où l'investisseur a bien détenu le titre à un moment de la période d'information défectueuse pour l'avoir acheté avant la période d'information défectueuse et l'avoir conservé après cette période. Dans le premier cas, lorsque l'investisseur n'a détenu le titre à aucun moment de la période d'information défectueuse, soit qu'il l'ait acheté et cédé avant la période d'information défectueuse, soit qu'il l'ait acheté et cédé ou conservé après la période d'information défectueuse, il n'a jamais acheté à un cours surévalué et n'a donc subi aucun préjudice de surévaluation ; plus généralement, il n'a jamais détenu ou réalisé une opération sur le titre pendant la période d'information défectueuse et n'a ainsi pas pu être affecté par l'effet de la fausse information.
- 346 - **Hypothèses de non-survenance d'un préjudice de surévaluation. Second cas.** Dans le second cas, l'investisseur n'a pas plus subi de préjudice de surévaluation puisqu'il a acheté le titre avant la période d'information défectueuse à un cours non surévalué et l'a conservé ensuite. L'analyse du second cas est cependant plus complexe en ce que l'investissement réalisé n'est pas dénué de rapport avec la période d'information défectueuse. De deux choses l'une : soit l'investisseur cède avant la rectification : il ne subit encore aucun préjudice puisqu'au contraire, il profite alors d'un effet d'aubaine et réalise une plus-value en cédant à un cours surévalué un titre acquis à un cours non surévalué ; soit il cède après la rectification ou conserve le titre : il n'y a certes pas de préjudice de surévaluation, mais l'investisseur pourrait éventuellement alléguer un préjudice de perte de chance, celle de ne pas avoir cédé le titre à un cours surévalué ; ce préjudice peut toutefois difficilement être tenu comme présentant un lien de causalité avec la fausse information. Analysons en effet la situation : la principale cause de la perte de chance est la décision l'investisseur de ne pas céder plus tôt, à un moment où le cours était surévalué du fait de la fausse information ; la seule contribution de l'auteur de la faute au préjudice est en fait d'avoir créé une opportunité de surévaluation dont l'investisseur n'a pas profité, et ce de son propre fait et non parce qu'il n'a pas été éclairé par l'auteur de l'information. En effet, l'investisseur ne peut pas reprocher, du point de vue de la causalité, à l'auteur de la fausse information d'avoir dissimulé la vérité au marché puisque

certes l'investisseur en question aurait alors été éclairé sur l'opportunité de la surévaluation, mais il en aurait été de même de tout le marché, ce qui aurait justement fait rapidement disparaître cette surévaluation. Ce préjudice théorique de perte de chance n'est donc pas en relation causale suffisante avec la faute de fausse information. Ce préjudice a également pu être critiqué sur le terrain de sa légitimité⁷⁸⁴ : on peut en effet considérer qu'il est moralement illégitime de se plaindre de ne pas avoir pu profiter d'une surévaluation du cours d'origine fautive, mais il nous semble en tout état de cause que, sans avoir besoin de se placer sur le terrain toujours délicat de la légitimité du préjudice, le principal obstacle reste le défaut de lien de causalité.

2 - Analyse conceptuelle de la certitude et de l'évaluation du préjudice de surévaluation

347 - **Difficulté conceptuelle tenant à la possibilité d'une revente.** Comme nous l'avons vu, la difficulté conceptuelle qui se pose, en matière de préjudice de surévaluation, tient à la possibilité pour l'investisseur de revendre son titre à un cours encore surévalué. Cette difficulté se pose en fait de deux manières : abstraitement, quant à la certitude du préjudice, étant donné cette possibilité de revente au même prix **(a)** ; concrètement, quant à l'évaluation du préjudice en cas de revente cette fois effective à un cours surévalué **(b)**.

a - Analyse abstraite de la certitude du préjudice de surévaluation

348 - **Certitude du préjudice.** Une difficulté récurrente se fait jour quant à l'existence même, la certitude du préjudice de surévaluation⁷⁸⁵ : certes l'investisseur a payé trop cher, il a payé une majoration par rapport à la valeur réelle, mais ce paiement d'un prix surévalué a pour contrepartie immédiate la détention d'un titre également surévalué que l'investisseur peut immédiatement revendre. A-t-il véritablement, dans ces conditions, subi un préjudice ? Aux Etats-Unis, la Cour suprême américaine a considéré, en se fondant notamment sur cet argument, que tel n'était pas le cas, dans sa décision *Dura v. Broudo*, en concluant à la

⁷⁸⁴ V. N. Spitz, *op. cit.*, n° 348. *Adde* Ch. Clerc, art. préc., p. 37, n° 33.

⁷⁸⁵ M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 378 : « un dommage purement éventuel ou hypothétique, dont la réalisation n'est pas certaine ne peut donner lieu à réparation ».

nécessite de « *quelque de chose de plus* » que la seule surévaluation initiale pour admettre l'existence d'un préjudice⁷⁸⁶.

Toutefois, cette analyse ne nous convainc pas pour plusieurs raisons. Premièrement, on sait que la réparation du dommage a pour objet de replacer la victime dans l'état où elle aurait dû être si le dommage ne s'était pas produit : en l'espèce, en l'absence d'information défectueuse, l'investisseur aurait pu acheter un titre identique, présentant les mêmes qualités intrinsèques, à un prix inférieur : il se serait donc retrouvé propriétaire d'un bien identique, de même valeur fondamentale, pour un prix inférieur. Il semble donc bien qu'un préjudice de surévaluation soit caractérisé dès l'achat. L'on touche d'ailleurs là au cœur même du raisonnement qui sous-tend la théorie de la surévaluation : celle-ci repose en effet sur l'écart existant entre le prix effectif d'un bien et sa valeur réelle, en se plaçant *ex ante*, au moment même de la transaction et en se fondant sur l'efficacité informationnelle du marché. Il importe peu à cet égard que la victime ait abstraitement pu ensuite, par une revente immédiate, supprimer ou réduire le préjudice subi.

En outre, elle suppose une revente immédiate, ce qui est une vue bien théorique des choses : en effet, dès que le marché va prendre conscience de la défektivité de l'information, le cours va revenir vers la valeur intrinsèque de l'action ; l'investisseur en prendra, en principe, connaissance en même temps que le marché, lorsqu'il sera donc trop tard pour minimiser son préjudice par une revente, le cours ayant déjà baissé. La question n'a donc pas à voir avec la possibilité effective, mais seulement théorique, pour la victime de minimiser le dommage. Alors que, ce qui compte au regard de l'indemnisation, ce n'est pas de savoir ce que la victime aurait théoriquement pu faire - d'autant que, si elle existe en droit américain, l'obligation pour la victime de minimiser son dommage reste controversée en droit français⁷⁸⁷ -, mais ce qu'elle a effectivement fait. Et alors de deux choses l'une : soit l'investisseur a bien revendu le titre pendant la période d'information défectueuse et se pose concrètement alors la question de la soustraction de la surévaluation de revente que nous allons traiter ci-après ; soit il ne l'a pas fait, et son préjudice reste égal au préjudice de surévaluation initial. C'est ce raisonnement qui a fait dire à M. Merritt Fox aux Etats-Unis que ce que la Cour suprême entendait dans la décision *Dura v. Broudo* par l'exigence de « *quelque chose de plus* » que la

⁷⁸⁶ Cf. *supra*.

⁷⁸⁷ Cf. *infra*.

simple surévaluation initiale pour admettre l'existence d'un préjudice certain, ce n'était pas tant qu'il fallait une baisse de cours lors de la rectification de l'information, mais qu'il fallait examiner à ce qu'il était advenu ensuite du rétablissement de la vérité sur le marché et de la détention du titre par l'investisseur (à savoir s'il l'avait revendu pendant par la période d'information défectueuse, ou bien conservé jusqu'à la rectification de l'information, lui donnant alors droit à réparation intégrale du préjudice de surévaluation initiale). Enfin, certes le préjudice peut être supprimé immédiatement par une action de l'investisseur, mais s'il peut être supprimé c'est qu'il a, en toute logique, déjà été subi : nous ne pensons donc pas, contrairement à la Cour suprême américaine dans la décision précitée, que le préjudice existe seulement en potentialité lors de l'achat et nécessite une prise de conscience de la vérité par le marché pour se concrétiser réellement.

Deuxièmement, comme le fait justement remarquer M. Merritt Fox⁷⁸⁸, du point de vue de la théorie financière moderne, cette analyse fait fi d'un apport important de celle-ci dans ces dernières dizaines d'années, qui consiste dans la distinction entre le cours de bourse et la valeur intrinsèque du titre, calculée non pas à partir du cours, mais d'une actualisation des profits futurs estimés dudit titre. Il en résulte en conclusion, selon nous, que le préjudice de surévaluation constitue bien un préjudice existant, certain dès l'achat du titre.

349 - **Nature du préjudice de surévaluation.** L'on ajoutera ici, quant à la nature du préjudice de surévaluation, qu'il constitue un préjudice patrimonial consistant en une perte éprouvée. En effet, étant une atteinte à des intérêts de nature pécuniaire, le préjudice de surévaluation est clairement un préjudice patrimonial ; or, l'on distingue généralement parmi les préjudices patrimoniaux, sur le modèle de l'article 1149 du Code civil relatif à la responsabilité contractuelle, la perte éprouvée (*damnum emergens*) et le gain manqué (*lucrum cessans*). Le doyen Carbonnier les définit ainsi : dans le cas de la perte éprouvée, « *le patrimoine, après l'événement, pèse moins qu'il ne pesait d'abord* » ; dans le cas du gain manqué, « *sans l'événement, le patrimoine se serait accru ; ce bénéfice futur, s'il était raisonnablement probable, doit être, en quelque manière, escompté par le droit* »⁷⁸⁹. Il en résulte d'abord que le préjudice de surévaluation ne peut pas être un gain manqué puisque, sans l'information défectueuse, le patrimoine de l'investisseur ne se serait pas accru : il aurait simplement payé

⁷⁸⁸ Cf. *infra*.

⁷⁸⁹ J. Carbonnier, *op. cit.*, p. 2272.

le juste prix, par exemple dix euros une action qui valait bien dix euros. Doit-on en conclure que, de manière résiduelle, le préjudice de surévaluation est une perte éprouvée ? *A priori* oui, l'investisseur ayant payé un titre trop cher, son patrimoine s'est logiquement appauvri : il a, par exemple, payé seize euros une action qui n'en valait véritablement que dix. Il est vrai cependant qu'il a la possibilité de revendre immédiatement au même prix, ce qui pourrait amener à se demander si la perte est bien déjà « éprouvée » et pas uniquement potentielle. Mais cette question revient en fait exactement à celle tenant à la certitude du préjudice dès l'achat à laquelle nous venons juste de répondre : si la perte peut être supprimée par une action de l'investisseur, une revente immédiate, c'est qu'elle a déjà été « éprouvée » ; l'investisseur a donc subi dès l'achat du titre une perte consistant à avoir payé un cours supérieur à la valeur intrinsèque dudit titre. Le préjudice de surévaluation est bien, selon nous, un préjudice patrimonial consistant en une perte éprouvée.

b - Analyse concrète de l'évaluation du préjudice en cas de surévaluation de revente

350 - **La question de la soustraction de la surévaluation de revente.** Dans le deuxième cas précédemment envisagé, c'est-à-dire lorsque l'investisseur achète et revend pendant la période d'information défectueuse, la situation se complique, concrètement, quelque peu puisque l'investisseur non seulement a acheté trop cher, mais a également vendu trop cher⁷⁹⁰. La question se pose alors de savoir s'il est légitime de soustraire la surévaluation existant au jour de la revente - que l'on peut qualifier de « *surévaluation de revente* » - de la surévaluation initiale. Et elle rejoint la question précédente, sauf qu'il ne s'agit plus ici de la possibilité abstraite d'une revente immédiate, mais d'une revente effective à un cours surévalué. L'investisseur pourrait arguer en effet qu'il a initialement payé trop cher du fait de la fausse information, ce qui lui a causé un préjudice de surévaluation, ayant d'ailleurs, comme nous venons de l'affirmer, un caractère certain dès la date d'achat, peu important ensuite l'évolution du cours du titre et la survenance éventuelle d'une revente. En d'autres termes, s'il a fait une bonne affaire par la suite en vendant à un cours surévalué (totalement ou partiellement) du fait de la faute de l'auteur de l'information, cela devrait être considéré

⁷⁹⁰ Ces investisseurs ayant à la fois acheté et vendu pendant la période d'information défectueuse ont largement suscité l'attention de la doctrine nord-américaine qui les qualifie de « *in-and-out traders* » (cf. *infra*).

comme étant sans rapport avec son préjudice initial caractérisé dès l'achat. L'argument, séduisant au premier abord, n'emporte pas la conviction parce que, selon nous, la question ne relève plus alors de la condition de la certitude du préjudice – comme nous l'avons dit, son préjudice de surévaluation est certain dès la réalisation de l'achat puisqu'il est certain qu'il a payé trop cher, qu'il a payé un prix surévalué -, mais de son évaluation, et plus précisément de la date de cette évaluation. En clair, l'analyse devrait, à notre sens, être la suivante : le préjudice de surévaluation est certain dès l'achat : il est caractérisé *ex ante* ; mais son évaluation exige de savoir s'il y a eu une revente pendant la période d'information défectueuse, et donc de se placer *ex post*⁷⁹¹. La soustraction de la surévaluation de revente se justifie aussi bien par des considérations juridiques (i) que par des considérations d'opportunité (ii).

i - Justification par des considérations juridiques

351 - **Droit positif français : date d'évaluation du préjudice, et prise en compte dans l'évaluation judiciaire des événements postérieurs au dommage.** Comme l'écrit M. Philippe Stoffel-Munck, le principe de réparation intégrale ou d'équivalence entre réparation et préjudice – qui prend plus précisément la forme de l'exigence prétorienne de « *rétablir aussi exactement que possible l'équilibre détruit par le dommage et de replacer la victime, aux dépens du responsable, dans la situation où elle se serait trouvée si l'acte dommageable n'avait pas eu lieu* » - souffre d'une équivoque d'ordre temporel. En effet, cette formule ne précise pas s'il s'agit de replacer la victime dans la situation qui aurait été la sienne, sans l'acte dommageable, au moment du dommage ou postérieurement, notamment au jour où le juge statue (ce qui amènerait alors celui-ci à tenir compte alors des évolutions postérieures au dommage)⁷⁹². La question de la date d'évaluation du préjudice se pose avec d'autant plus d'acuité qu'un laps de temps considérable peut parfois séparer le jour du dommage et celui où

⁷⁹¹ C'est d'ailleurs la solution qui a été retenue en droit français dans l'affaire Société Générale de Fonderie : « *la certitude du préjudice est acquise dès lors que les victimes ont acheté des actions (...) à un cours supérieur à la valeur réelle et ce par suite de la diffusion de fausses informations* » (CA Paris, 9^e ch. Sect. A, 15 janv. 1992, préc.). Comp. N. Spitz, *op. cit.*, n° 357, considérant que le préjudice ne devient certain qu'après la période d'information défectueuse, c'est-à-dire après la rectification, dès lors que « *postérieurement à cette date, les cours sont correctement évalués et seul l'aléa boursier (...) produit un effet sur le cours* ».

⁷⁹² V. Ph. Stoffel-Munck, *Le préjudice économique : propos introductifs*, Journal des sociétés, juin 2007, n° 44, p. 22, spéc. p. 23 et s. V. également C. Canenbley, R. Saint Esteben et J. Riffault-Silk, *La réparation du préjudice économique né d'une pratique anticoncurrentielle*, in *Les limites de la réparation du préjudice*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2009, p. 293, spéc. p. 346 et 347.

le juge statue. Trois positions peuvent, plus précisément, être théoriquement envisagées comme l'expose M. Philippe Brun : *« on peut imaginer d'abord de se placer à la date du dommage, motif pris de ce que c'est à ce moment que naît en principe la créance de réparation, mais c'est alors au risque d'ignorer toute évolution de la situation dommageable et de méconnaître le principe de réparation intégrale ; on peut à l'opposé soutenir que la seule manière de replacer effectivement celle-ci dans la situation antérieure au dommage est de retenir le moment où la réparation effective a lieu ; on peut douter cependant de la faisabilité d'un tel système, puisqu'il revient par définition à reporter l'évaluation à une date postérieure à celle du jugement de condamnation ; d'où la troisième solution, sans doute la plus sage, qui consiste à se placer au moment où le juge statue »*⁷⁹³.

C'est pour l'essentiel la solution retenue par le droit positif français puisque, après avoir hésité, la Cour de cassation affirme avec constance, depuis un arrêt de la chambre des requêtes du 23 mars 1942⁷⁹⁴, qu'il découle du principe de la réparation intégrale que le juge doit se placer au moment où il statue, et non au jour du fait dommageable, pour évaluer le préjudice : *« attendu que la victime a droit à la réparation intégrale du dommage qu'elle a subi ; qu'il s'ensuit que l'indemnité nécessaire pour compenser le préjudice doit être calculée sur la valeur du dommage au jour du jugement ou de l'arrêt »*, ce qui lui permet de prendre en compte les évolutions postérieures au dommage. La doctrine majoritaire approuve cette solution. Mme Mireille Bacache-Gibeili écrit ainsi que *« le principe de la réparation intégrale du dommage commande au juge de se placer au moment où il statue pour évaluer l'indemnité due à la victime. En effet, c'est à ce moment qu'il convient de replacer la victime dans l'état où elle aurait dû être si le dommage ne s'était pas produit. (...) Ce principe commande la prise en compte de toutes les évolutions du dommage depuis sa survenance jusqu'à la décision judiciaire, que cette évolution résulte d'une modification de sa teneur ou d'une variation de son expression monétaire »*⁷⁹⁵. De même, selon MM. Philippe Conte et Patrick Maistre du Chambon, *« entre le moment où le dommage s'est réalisé et celui où le juge se prononcera sur sa réparation, il peut avoir grandement varié ; non seulement son importance peut avoir augmenté (aggravation de l'état de santé de la victime) ou diminué*

⁷⁹³ Ph. Brun, *op. cit.*, n° 609.

⁷⁹⁴ Cass. req. 23 mars 1942 : D., 1942, p. 118 ; Gaz. Pal., 1942, I, p. 224 ; S., 1942, I, p. 135 ; RTD civ., 1942, p. 289, obs H. et L. Mazeaud.

⁷⁹⁵ V. par exemple M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 637.

(consolidation des blessures), mais son existence même peut être remise en cause (disparition du préjudice). Par principe, c'est au jour où la réparation sera allouée qu'il faudra se placer pour évaluer le préjudice. La solution est logique, puisque le juge est ainsi en mesure d'apprécier ce qui fut, ce qu'est, voire ce que sera le dommage subi ; il pourra notamment tenir compte des chefs de préjudice tardivement apparus et cependant causés par le fait du responsable. Cependant, la règle doit être bien comprise : il est évident que la réparation sera due au blessé, même si, au jour du jugement, il marche à nouveau sur ses deux jambes ; il reste la souffrance éprouvée et les salaires éventuellement perdus »⁷⁹⁶.

Plus précisément, le juge doit tenir compte, lors de l'évaluation, de deux types d'évolution postérieure au dommage : l'une tenant à l'« *expression monétaire* »⁷⁹⁷ du préjudice (du fait des fluctuations monétaires et de la variation des prix), et l'autre tenant à la modification de la consistance même, de la teneur du préjudice. La première, relative à l'expression monétaire du préjudice, appelle peu de commentaires : pour assurer autant que faire se peut le principe de la réparation intégrale, on écarte de manière logique le principe du nominalisme monétaire pour adopter celui du valorisme en s'appuyant sur la notion de dette de valeur ; autrement dit, la créance de réparation n'est pas une créance ayant pour objet une somme d'argent, mais une valeur - le montant de la réparation -, ce qui permet notamment d'appréhender le phénomène de l'érosion monétaire⁷⁹⁸.

La seconde évolution postérieure tenant à la modification de la consistance même du préjudice est moins bien fixée en doctrine. La question tient plus précisément au fait de savoir si de toutes les modifications ayant affecté la consistance du préjudice avant le jugement - qu'elles soient positives (diminution du préjudice) ou négatives (aggravation du préjudice) -, doivent être retenues, lors de l'évaluation, l'ensemble de ces modifications ou bien uniquement celles présentant un lien de causalité avec le fait générateur initial. La doctrine

⁷⁹⁶ Ph. Conte et P. Maistre du Chambon, *La responsabilité civile délictuelle*, PUG, coll. Le droit en plus, 1991, p. 22. Adde Ph. Stoffel-Munck, art. préc., p. 23, explique ainsi que « si l'on considère que l'objectif de la responsabilité est, autant que possible, de redresser le cours de la réalité tel qu'il aurait été s'il n'avait pas été perturbé par le fait dommageable, il y a lieu de chercher à effacer toutes ses conséquences, seraient-elles passées, présentes ou même futures, pour autant qu'on puisse les identifier. C'est ainsi que l'on pourra espérer annihiler le mal, "faire qu'il semble n'avoir été qu'un rêve", selon la belle formule du doyen Carbonnier ».

⁷⁹⁷ Selon la formule de J. Flour, J.-L. Aubert et E. Savaux, *op. cit.*, n° 390.

⁷⁹⁸ V. *inter alia* G. Viney et P. Jourdain, *Les effets de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 69 ; J. Flour, J.-L. Aubert et E. Savaux, *op. cit.*, n° 391 ; M. Fabre-Magnan, *op. cit.*, p. 427 ; Ph. Brun, *op. cit.*, n° 610 ; Ph. Malaurie, L. Aynès et Ph. Stoffel-Munck, *Droit des obligations*, LGDJ-Lextenso éd., 2015, 7^e éd., n° 252 ; Ph. le Tourneau, *op. cit.*, n° 2652.

n'est pas unanime. Une partie importante se prononce en faveur de l'exigence d'un lien de causalité entre le fait imputable au défendeur et la modification de la consistance du préjudice⁷⁹⁹ ; une autre partie semble mettre de côté cette condition, en rappelant que le juge doit apprécier, au jour où il statue, la consistance du préjudice dans tous ses éléments pour se conformer au principe de la réparation intégrale. Ainsi, Mme Geneviève Viney et M Patrice Jourdain font valoir que par application même de ce principe, dont il découle que la dette de réparation est une dette de valeur (la valeur de la réparation du dommage), le juge doit prendre en considération dans son évaluation tous les changements, aggravations ou améliorations, ayant affecté la consistance même du préjudice depuis son apparition : « *le responsable doit compenser le dommage. Sa dette naît donc au moment où celui-ci apparaît, mais elle évolue en fonction de l'évolution du dommage lui-même. Il appartient donc au juge de prendre acte de cette évolution au moment où il est appelé à évaluer l'indemnité* »⁸⁰⁰.

Nous partageons ce point de vue. Il nous semble que le principe de réparation intégrale, ayant effectivement pour corollaire la nature de dette de valeur de la dette de réparation, commande au juge d'évaluer la consistance du préjudice causé par le fait imputable au défendeur au jour où il statue, et donc de tenir compte des éventuelles modifications positives ou négatives de la teneur du préjudice, sans qu'il ait à s'interroger sur l'existence d'un lien de causalité de cette modification avec le fait initial. Bien plus, cette modification est nécessairement, dans une certaine mesure, en lien avec le fait générateur initial, puisqu'il s'agit de la modification de la consistance du préjudice même causé par ce fait initial. En d'autres termes, le juge doit respectivement augmenter ou diminuer le *quantum* de la réparation du montant de l'aggravation ou de la diminution du préjudice⁸⁰¹.

⁷⁹⁹ V. M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 639 ; Y. Chartier, *La date de l'évaluation du préjudice*, in *Le préjudice : Questions choisies*, RCA, mai 1998, p. 24 ; Ph. Brun, *op. cit.*, n° 610 ; J. Flour, J.-L. Aubert et E. Savaux, *op. cit.*, n° 390 ; M. Poumarède, *Droit des obligations : cours et travaux dirigés*, LGDJ-Lextenso éd., coll. Cours, 2014, 3^e éd., n° 1160 et s. ; F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 903.

⁸⁰⁰ G. Viney et P. Jourdain, *Les effets de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 68 et s., spéc. n° 69. V. également M. Fabre-Magnan, *op. cit.*, p. 427 ; H.L.J. Mazeaud et F. Chabas, *Leçons de droit civil*, t. II, 1^{er} vol., *Obligations : théorie générale*, Montchrestien, 1998, 9^e éd., p. 724 ; N. Dejean de la Bâtie, *Droit civil français, Traité d'Aubry et Rau*, t. VI-2 (*Responsabilité délictuelle*), dir. A. Ponsard et I. Fadlallah, Litec, 1989, 8^e éd., n° 88, estimant que si le fait dommageable initial n'est que l'une des causes expliquant l'état final de la victime, la « *causalité n'est pas supprimée parce qu'il a fallu un événement extérieur pour parfaire la réalisation du préjudice* ».

⁸⁰¹ D'ailleurs, l'article 1372 du projet Catala, qui prévoit seulement que « *le juge évalue le préjudice le jour où il rend sa décision, en tenant compte de toutes les circonstances qui ont pu l'affecter dans sa consistance comme dans sa valeur, ainsi que de son évolution raisonnablement prévisible* », ne reprend pas l'exigence d'un lien de causalité. Il en va de même de l'article 52 du projet Terré, selon lequel « *le juge évalue les dommages et intérêts au jour du jugement, en tenant compte de toutes les circonstances qui ont pu affecter la consistance et l'étendue du préjudice depuis le jour du dommage, ainsi que de son évolution raisonnablement prévisible au moment de la*

352 - **Application du droit positif à la soustraction de la surévaluation de revente.** La revente d'un titre à un cours encore surévalué constitue-t-elle un événement devant être pris en compte dans son évaluation par le juge au jour où il statue, en d'autres termes une évolution postérieure de la consistance du dommage ? Comme nous venons de le démontrer, pour assurer le respect du principe de la réparation intégrale, doivent être prises en compte l'ensemble des modifications ultérieures affectant la consistance du préjudice : *a fortiori*, celles présentant un lien de causalité avec le fait générateur (c'est-à-dire causés par le fait générateur), mais également les autres, non causées par le fait générateur initial, mais affectant tout de même la consistance du préjudice. S'agissant du préjudice de surévaluation, la réponse ne pose pas en fait véritablement de difficultés au regard de la conception qui soutient la théorie de la surévaluation. En effet, le préjudice initial consistant dans le paiement d'une surévaluation du prix par l'investisseur en raison de la défectuosité d'une information publique, le gain de surévaluation de revente éventuellement réalisé par ledit investisseur apparaît bien comme une modification ultérieure de la consistance du préjudice ; qui plus est présentant bien un lien de causalité avec le fait générateur initial puisque c'est bien le même fait générateur, la même information publique défectueuse, qui a pour conséquence la surévaluation du cours à différents moments dans le temps durant la période de défectuosité. On est donc dans le cas où le fait que l'événement postérieur constitue bien une modification de la consistance du préjudice fait le moins de doute en ce qu'un lien de causalité unit le fait générateur du préjudice initial également à l'événement postérieur en question. Il en résulte ainsi que la consistance du préjudice initial de surévaluation a bien été modifiée, réduite, par le gain lié à la surévaluation de revente.

La même conclusion s'impose si l'on procède à une analyse « *contre-factuelle* » ou synthétique, découlant du principe de réparation intégrale et consistant classiquement à comparer, au jour où le juge statue, deux situations (celle qui résulte effectivement du dommage et celle qui aurait été sans le dommage)⁸⁰². En effet, sans le fait dommageable - la faute d'information -, l'investisseur n'aurait pas initialement subi de préjudice de

décision. En cas d'aggravation du dommage postérieurement au jugement, la victime peut demander un complément d'indemnisation pour le préjudice qui en résulte. Le juge évalue distinctement chacun des chefs de préjudice allégués ». L'on observera en outre que dans les commentaires accompagnant ces projets, la question de l'exigence d'un lien de causalité entre le fait générateur dommageable et la modification de la consistance du préjudice n'est même pas abordée.

⁸⁰² Ph. Stoffel-Munck, art. préc., p. 22 et 23.

surévaluation en achetant trop cher ni ensuite obtenu un gain de surévaluation en vendant trop cher : il n'aurait ainsi réalisé ni préjudice ni gain. Avec le fait dommageable, l'investisseur a subi initialement un préjudice de surévaluation, par exemple de 6, mais réalisé ensuite un gain de surévaluation, par exemple de 4, en vendant à un cours encore surévalué : il a subi un préjudice de 2. Si l'on compare les deux situations – situation réelle (aucun préjudice) et situation contrefactuelle (préjudice de 2) -, l'investisseur a bien subi un préjudice de 2, et il faut donc bien déduire le gain lié à la surévaluation de revente. En conclusion, la soustraction de la surévaluation encore présente au jour de la revente, qui relève de la question de l'évaluation du préjudice (et non de sa certitude⁸⁰³), se justifie bien au regard de la nécessité pour le juge, pour assurer le respect du principe de réparation intégrale, de prendre en considération, au jour où il statue, toutes les évolutions postérieures de la consistance du préjudice.

La soustraction de la surévaluation de revente se justifie également pour des considérations d'opportunité.

ii - Justification par des considérations d'opportunité

353 - **Justification par des considérations d'opportunité. L'opportunité de la soustraction de la surévaluation de revente au regard du risque d'indemnisation excessive.** La solution est non seulement juridiquement justifiée, mais elle est encore opportune au regard du risque d'indemnisation excessive. En effet, si la totalité de la surévaluation était réparée sans soustraire la surévaluation récupérée lors de la revente, cela aboutirait en fait à une indemnisation multiple du même préjudice, puisque, tant que la vérité ne serait pas rétablie, chaque cession entraînerait la réparation du même préjudice, d'autant que le marché est un lieu où l'échange des titres est permanent. Prenons un exemple : lors de la délivrance d'une fausse information, un investisseur A achète le titre à 15 alors que la valeur réelle est de 10, l'impact de la fausse information positive étant de 5 ; l'investisseur A cède alors le titre sur le marché à 14 à un investisseur B, l'impact de la fausse information n'étant plus de 4 ; l'investisseur B cède enfin le titre à un investisseur C au cours de 12, l'impact de la fausse information n'étant plus que de 2 ; l'information est publiquement rectifiée, ramenant le cours

⁸⁰³ *Contra* N. Spitz, *op. cit.*, n° 356.

à 10. Si l'on soustrait la surévaluation lors de la revente, le préjudice indemnisable de A est de 1 (5-4), celui de B de 2 (4-2) et celui de C de 2, soit un préjudice total de 5. Si au contraire l'on s'en tient pour chaque investisseur au seul préjudice de surévaluation sans aucune soustraction, le préjudice indemnisable de A est de 5, celui de B de 4 et celui de C de 2, soit un préjudice total de 11⁸⁰⁴. Ainsi, si l'on ne procède pas à la soustraction de la surévaluation de revente, l'auteur de la faute se trouve contraint d'indemniser, de manière agrégée, bien plus que l'impact de la fausse information sur le titre, donc bien plus que l'effet véritable de sa faute. La soustraction de la surévaluation de revente est donc justifiée au regard de considérations d'opportunité, afin d'éviter une indemnisation excessive.

354 - **Contrepartie : fragmentation, diffusion par le marché du préjudice de surévaluation.** Il faut bien voir toutefois qu'en contrepartie, cette soustraction aboutit à ce que le marché diffuse le préjudice en son sein, ou, plus précisément, le fragmente entre de multiples investisseurs. En effet, les investisseurs, par les nombreuses transactions qu'ils réalisent, se transmettent en quelque sorte l'un à l'autre une partie du préjudice lié à l'impact sur le cours de la fausse information ; ainsi, si l'on fait l'hypothèse de la décroissance de l'impact de l'information au cours du temps (comme dans l'exemple précédent), restera à la charge du cédant la partie de la surévaluation initiale qui aura disparu et sera au contraire transmise au cessionnaire la partie de la surévaluation initiale qui sera encore présente dans le cours au moment de la cession. Cette situation illustre le caractère profondément diffus de l'impact de la fausse information, c'est-à-dire du préjudice de surévaluation, qui se répartit sur les multiples investisseurs participant à la chaîne translatrice de propriété du titre, ce qui en pratique complique fortement son évaluation, comme l'illustrent les difficultés de traitement des « *in-and-out traders* » en droit américain⁸⁰⁵. Elle illustre de manière encore plus générale que le marché contribue, par essence, à une diffusion éparse du préjudice parmi un nombre élevé d'investisseurs.

⁸⁰⁴ V. N. Spitz, *op. cit.*, n° 356, remarquant ainsi que « *curieusement, un investisseur ayant connaissance de la faute boursière pourrait espérer s'enrichir en multipliant les ordres simultanés d'achat et de vente* ».

⁸⁰⁵ C'est-à-dire les investisseurs qui achètent et qui vendent pendant la période de surévaluation. Cf. *infra*.

B - Préjudice de sous-évaluation

355 - **Préjudice de sous-évaluation.** Après avoir déterminé les situations présentant un préjudice de sous-évaluation (1), il convient ensuite d'approfondir l'analyse conceptuelle de la certitude et de l'évaluation du préjudice dans ces situations (2).

1 - La détermination des situations de sous-évaluation

356 - **Préjudice de sous-évaluation.** Le préjudice de sous-évaluation est celui subi par le vendeur ayant cédé un titre à un cours sous-évalué du fait d'une information fautive négative. Il consiste ainsi dans le montant de cette sous-évaluation, soit la différence entre la valeur réelle et le cours auquel s'est effectivement réalisée la vente. Symétrique du préjudice de surévaluation subi en cas d'achat, son analyse marque pourtant de profondes différences, la question n'étant pas tant, comme on le verra, celle d'un éventuel rachat postérieur d'un même titre que celle de l'achat préalable du titre en question⁸⁰⁶. Si la situation est moins fréquente, la société cherchant généralement plutôt à embellir la réalité, elle n'est pas pour autant exceptionnelle. Distinguons comme précédemment les hypothèses de survenance du préjudice de sous-évaluation (a) et celles de non-survenance de ce préjudice (b).

a - Hypothèses de survenance du préjudice de sous-évaluation

357 - **Deux hypothèses de survenance du préjudice de sous-évaluation.** Comme précédemment, deux situations peuvent se présenter : soit l'investisseur a acquis le titre avant la période d'information défectueuse à un cours non sous-évalué donc et le revend ensuite pendant la période d'information défectueuse à un cours sous-évalué, le préjudice est alors égal à la sous-évaluation du cours lors de la vente ; soit l'investisseur a acquis et vendu le titre pendant la période d'information défectueuse, la détermination du préjudice est alors particulièrement délicate. Si l'on tient un raisonnement similaire à celui utilisé lors de l'examen du préjudice de surévaluation, l'on pourrait alors considérer le préjudice comme étant égal à la différence, si elle est positive, entre la sous-évaluation du cours qu'il subit lors de la vente et la sous-

⁸⁰⁶ Cf. *infra*.

évaluation dont il a bénéficié lors de l'achat préalable (qu'on peut qualifier de « *gain de sous-évaluation* »)⁸⁰⁷ ; cette différence étant généralement négative du fait du principe de décroissance de l'importance de l'information, dont il résulte que la sous-évaluation lors de l'achat préalable devrait être supérieure à celle prévalant au jour de la vente, le préjudice réparable devrait généralement être nul. L'analyse est toutefois particulièrement délicate, comme nous allons l'explicitier ci-après.

b - Hypothèses de non-survenance du préjudice de sous-évaluation

358 - **Hypothèses de non-survenance du préjudice de sous-évaluation.** Comme précédemment encore, si l'investisseur a préalablement acheté et vendu avant ou bien acheté⁸⁰⁸ et vendu après la période d'information défectueuse, il n'a pas pu souffrir de l'effet de l'information défectueuse et n'a donc pas subi de préjudice. Il en est, évidemment, de même s'il a acheté le titre avant la période d'information défectueuse et l'a vendu après cette période. En outre, si l'investisseur a acheté le titre pendant la période d'information défectueuse donc à un cours sous-évalué et l'a cédé ou conservé ensuite après cette période à un cours qui n'est plus sous-évalué, il a bénéficié d'un effet d'aubaine et n'a donc subi aucun préjudice.

2 - Analyse conceptuelle de la certitude et de l'évaluation du préjudice de sous-évaluation

359 - **Une situation d'une plus grande complexité temporelle que la situation de surévaluation.** En vérité, le problème de l'analyse conceptuelle de la certitude et de l'évaluation du préjudice de sous-évaluation ne se pose pas exactement dans les mêmes termes que pour le préjudice de surévaluation, car la situation de sous-évaluation présente une plus grande complexité temporelle que celle de surévaluation. En situation de surévaluation, deux événements seulement sont à prendre en compte : l'achat initial (à un cours surévalué) et la revente éventuelle (à un cours encore surévalué) ; et le problème se trouve par conséquent centré sur

⁸⁰⁷ Sur l'absence de prise en compte du gain de rachat éventuel à un cours encore sous-évalué, cf. *supra*.

⁸⁰⁸ Précisons, à titre de remarque, que si l'investisseur achète peu de temps après la rectification de l'information, il ne pourra pas alléguer une perte de chance d'avoir pu acheter plus tôt à un cours sous-évalué qui serait en lien de causalité avec la faute : s'il avait été correctement informé, tout le marché l'aurait été, et donc le cours n'aurait plus été sous-évalué. L'analyse ne tient pas, comme précédemment, du point de vue de la causalité.

la surévaluation de revente et repose ainsi, aussi bien au regard de la certitude que de l'évaluation, sur le fait que l'investisseur peut soit théoriquement soit effectivement revendre le titre à un cours toujours surévalué. La situation de sous-évaluation est temporellement plus complexe car elle nécessite en réalité de prendre en compte trois événements : l'achat antérieur du titre (à un cours déjà sous-évalué), la vente dudit titre (à un cours encore sous-évalué) et le rachat éventuel d'un autre titre (à un cours encore sous-évalué). La question de la certitude du préjudice de sous-évaluation s'articule ainsi autour des deuxième et troisième événements ; en effet, si sa certitude peut être, de manière abstraite, mise en doute c'est parce que, de manière théorique, l'investisseur pourrait immédiatement racheter un titre identique au même cours sous-évalué **(a)**. En revanche, la question de l'évaluation du préjudice de sous-évaluation s'articule en fait autour des premier et deuxième événements ; en effet, si son évaluation pose problème c'est essentiellement parce que, de manière concrète, l'investisseur a pu lui-même acheter préalablement le titre à un cours déjà sous-évalué et donc réalisé un gain de sous-évaluation d'achat dont la question de la soustraction se pose **(b)**.

a - Analyse abstraite de la certitude du préjudice de sous-évaluation

360 - Certitude du préjudice. L'on pourrait, dans le cas du préjudice de sous-évaluation, se poser la question de la certitude au regard de deux événements, un fait *ex ante* et une possibilité *ex post* : *ex ante*, le fait qu'il ait effectivement pu lui-même acheter préalablement le titre au même cours sous-évalué et, *ex post*, la possibilité théorique de racheter immédiatement après la vente un titre identique au même cours sous-évalué. Précisons toutefois d'emblée que, selon nous, le fait que l'investisseur ait pu *ex ante* acheter le titre à un cours également sous-évalué n'a pas réellement à faire avec la certitude du préjudice, mais avec, éventuellement, son évaluation. En effet, si l'investisseur a pu *ex ante* acheter moins cher, cela signifie qu'il a réalisé un gain qui peut éventuellement compenser son préjudice postérieur de sous-évaluation lors de la vente, mais cela ne veut pas dire qu'il n'a effectivement pas subi un préjudice lors de la vente à un cours sous-évalué.

S'agissant, *ex post*, de la possibilité théorique de racheter, immédiatement après la vente, un titre identique au même cours sous-évalué, elle se pose, au regard de la certitude, dans les mêmes termes que la possibilité, s'agissant du préjudice de surévaluation, d'une revente au même cours surévalué, que nous avons examinée auparavant. Selon nous, cette possibilité ne s'oppose donc pas, pour les mêmes raisons, à ce que le préjudice soit considéré comme

certain dès la date de la vente à un cours sous-évalué. Elle s'y oppose d'autant moins que la possibilité d'achat d'un titre identique apparaît encore plus théorique et bien plus improbable que la possibilité d'une revente au même cours surévalué s'agissant du préjudice de surévaluation. M. Merritt Fox a fait d'ailleurs remarquer, avec une grande justesse, à propos de la décision *Dura v. Broudo* précitée, que dans une situation symétrique de vente à un cours sous-évalué, la Cour suprême n'aurait sans doute pas adopté le même raisonnement que pour le préjudice de surévaluation : elle aurait probablement hésité à considérer que l'investisseur ayant vendu à un prix sous-évalué n'avait pas été lésé en ce qu'il aurait pu racheter immédiatement un titre identique au même cours sous-évalué. Pourtant, ajoute-t-il, encore avec raison, la situation est relativement équivalente d'un point de vue théorique et la question de la certitude devrait donc se poser identiquement dans les deux cas⁸⁰⁹...

Les mêmes arguments que ceux invoqués précédemment, à propos de la possibilité de revente en cas de surévaluation, trouvent ainsi à s'appliquer *mutatis mutandis* en cas de sous-évaluation. En clair, la possibilité théorique d'achat immédiat au même cours sous-évalué après la vente ne s'oppose pas à ce que le préjudice de sous-évaluation, comme celui de surévaluation, puisse être considéré comme un préjudice existant, certain dès l'achat du titre ; les rachats postérieurs ayant lieu avant le rétablissement de la vérité sur le marché n'auront à voir qu'avec l'évaluation du préjudice de sous-évaluation, et non avec sa certitude. L'on observera, pour finir, que le préjudice de sous-évaluation constitue, comme le préjudice de surévaluation, une perte éprouvée et non un gain manqué, puisque, en vendant un bien en dessous de sa valeur réelle, le patrimoine de l'investisseur s'appauvrit.

b - Analyse concrète de l'évaluation du préjudice de sous-évaluation

361 - **La question de la soustraction de la sous-évaluation d'achat.** La soustraction de la sous-évaluation d'achat pose, contrairement à celle de la surévaluation de revente, une difficulté théorique majeure (i), à laquelle seule l'instauration d'une disposition légale spéciale peut remédier (ii).

i - Difficulté théorique tenant à la sous-évaluation d'achat

⁸⁰⁹ Cf. *supra*.

362 - **Le problème de la soustraction de la sous-évaluation d'achat. Faiblesse conceptuelle de la théorie de la surévaluation au regard du préjudice de sous-évaluation.** Précisons d'emblée que, si la possibilité d'un achat immédiatement après la vente d'un titre identique au même cours sous-évalué se pose de manière théorique au regard de la certitude, elle ne se pose pas concrètement, en revanche, du point de l'évaluation *ex post*. En effet, d'une part, la probabilité d'une telle occurrence est particulièrement faible et, d'autre part et surtout, l'on ne peut pas, à notre sens, considérer que cet achat viendrait modifier la consistance du préjudice initial en ce que, même s'il existe un lien de causalité entre cet achat et le fait générateur initial, il s'agit de l'achat d'un autre titre que le titre originellement acquis même s'il présente les mêmes caractéristiques. Expliquons-nous : il y a bien un lien de causalité entre l'achat, immédiatement postérieur, à un cours encore sous-évalué et le fait générateur initial, puisque c'est la même information défectueuse qui a déformé aussi bien le cours auquel s'est faite la vente que celui auquel s'est réalisé l'achat postérieur immédiat d'un titre identique ; toutefois, cet événement immédiatement postérieur au préjudice initial n'affecte pas la consistance de celui-ci en ce que c'est un autre titre, quoique présentant des caractéristiques identiques, qui est acheté. D'un point de vue théorique, cette situation illustre le fait que, s'agissant de l'évaluation du préjudice par le juge au jour où il statue, il ne peut prendre en compte que les événements affectant de fait la consistance du préjudice, et ce quand bien même ils présenteraient un lien de causalité avec le fait générateur initial⁸¹⁰. D'ailleurs, à notre connaissance, aux Etats-Unis, ni la doctrine ni la jurisprudence n'ont envisagé cette question ; elles se sont en revanche posées celle de l'achat antérieur à un cours également sous-évalué et donc de la soustraction de cette sous-évaluation d'achat. C'est effectivement cet achat antérieur qui est susceptible de soulever des difficultés concrètes au regard de l'évaluation.

Or, la question est ici bien plus délicate que celle précédemment envisagée de la surévaluation de revente, s'agissant du préjudice de surévaluation. Le fait est que le principe de prise en compte, lors de l'évaluation, de l'évolution du dommage postérieurement à sa réalisation ne peut ici justifier la solution puisque l'achat à un cours sous-évalué, qui vient diminuer le préjudice total, est antérieur cette fois à la réalisation du préjudice. L'investisseur serait donc

⁸¹⁰ Cette observation vient compléter les réflexions générales, auxquelles nous avons précédemment abouti, s'agissant des événements postérieurs à la réalisation du préjudice à prendre en compte lors de son évaluation. Cf. *supra*.

légitime dans cette situation à dire que s'il a réalisé dans un premier temps une bonne affaire en achetant à un cours sous-évalué, cela reste sans rapport avec le préjudice qu'il a subi ensuite en vendant à un cours sous-évalué et ne peut être pris en compte dans l'évaluation. Cela est d'autant plus troublant et gênant que, comme nous l'avons dit, du fait du principe général de décroissance de l'importance de l'information, l'impact de sous-évaluation de l'information défectueuse devrait être généralement supérieur lors de l'achat préalable à celui existant ensuite lors de la vente, si bien que l'investisseur ayant acquis puis cédé pendant la période d'information défectueuse devrait, au total, réaliser une bonne affaire plutôt que de subir un préjudice. Il est pourtant légitime, en application du principe prétorien selon lequel le préjudice est évalué au jour où le juge statue, à être indemnisé du préjudice de sous-évaluation qu'il éprouve lors de la vente, sans que l'on tienne compte du gain de sous-évaluation réalisé lors de l'achat préalable⁸¹¹. La théorie de la surévaluation pose donc à cet égard une difficulté théorique majeure lorsqu'elle est envisagée sous l'angle de la sous-évaluation, et ce d'autant que la soustraction de la sous-évaluation d'achat est pourtant justifiée par des considérations d'opportunité.

363 - Justification par des considérations d'opportunité au regard des risques d'indemnisation excessive. Etant donné que l'on ne peut prendre en compte la sous-évaluation préalable comme on a pu le faire précédemment pour la surévaluation subséquente, le responsable va logiquement être tenu d'une indemnisation excessive, c'est-à-dire supérieure à l'impact initial de sous-évaluation de la fausse information négative sur le titre, puisqu'à chaque nouvel échange du titre, il pourra être tenu de réparer en partie le même préjudice. Prenons un exemple simple. Si initialement, du fait de l'information négative, l'investisseur B achète sur le marché un titre au cours de 10 alors que sa valeur réelle est de 15 (l'impact de la fausse information négative est de 5), il réalise un gain de sous-évaluation de 5 mais inversement le vendeur tiers A auquel il a acheté le titre subit, pour sa part, un préjudice de sous-évaluation de 5. Si ensuite l'investisseur B revend le titre à un investisseur C pour 12 alors que sa valeur réelle est toujours de 15, il subit un préjudice de sous-évaluation de 3, C réalisant pour sa part un gain de sous-évaluation de 3. Puisqu'on ne peut déduire les gains de sous-évaluation, le responsable sera tenu dans cet exemple à un préjudice total de 8

⁸¹¹ *Contra* N. Spitz, *op. cit.*, n° 358, estimant que cette situation doit être traitée comme celle dans laquelle l'investisseur réduit son préjudice initial de surévaluation par une revente à un cours lui-même surévalué.

(5 pour A et 3 pour B, duquel on ne peut déduire le gain de sous-évaluation initial de 5, ce qui rendrait son préjudice effectif nul – et non négatif car cela n’aurait sens en responsabilité civile), alors même que l’impact unitaire (c’est-à-dire pour un titre) de la fausse information n’était que de 5. Et ainsi de suite, ce phénomène d’indemnisation multiple se répétant à chaque transaction, tant que ne se sera pas dissipé l’impact de la fausse information. Cela confirme que la théorie de la surévaluation, tout du moins lorsqu’elle est envisagée sous l’angle de la sous-évaluation, présente une faiblesse conceptuelle majeure en ce qu’elle ne permet pas d’éviter, de manière agrégée, une indemnisation excessive. En revanche, en contrepartie, cette situation ne présentera pas les mêmes difficultés liées à la diffusion du préjudice que dans les cas de surévaluation. En effet, si de nombreux investisseurs au sein du marché vont certes subir un préjudice de sous-évaluation, l’impact de l’information défectueuse sera réparé intégralement pour chaque transaction ; il n’y aura alors, naturellement, pas de diffusion, de fragmentation parmi de multiples investisseurs de cet impact, c’est-à-dire en quelque sorte du même préjudice. La question se pose, dès lors, de savoir si l’on peut trouver des justifications juridiques à la soustraction de la sous-évaluation d’achat antérieur.

ii - La nécessité d’une disposition légale spéciale

364 - **Le rejet de l’enrichissement sans cause.** On pourrait penser en premier lieu au quasi-contrat⁸¹² de l’enrichissement sans cause. L’on sait en effet⁸¹³, que dans les situations de transfert de richesse sans justification juridique quelconque, la Cour de cassation a, en l’absence de règle générale dans le Code civil⁸¹⁴ et aux termes d’un débat fort animé, accordé

⁸¹² Sur la notion de quasi-contrat, v. F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 1026 et s. Ils expliquent que le terme de quasi-contrat est trompeur en ce qu’il donne l’impression qu’on est face à un « *presque contrat* », alors que le quasi-contrat ne présente ni accord de volontés ni acte juridique unilatéral. Il y a certes, continuent-ils, un acte de volonté de la personne concernée mais qu’elle n’a pas accompli en vue de faire naître des obligations : c’est le législateur qui prévoit ces obligations non pas parce que la personne les a voulues mais parce qu’il les trouve justes et utiles. Tout se passe, en revanche, du point de vue des effets, comme si un contrat avait été conclu, mais, s’agissant des sources, les obligations nées d’un quasi-contrat les trouvent dans un fait juridique et non dans un acte juridique, précisent-ils. Ces obligations se distinguent toutefois de celles nées, en matière de responsabilité civile, d’un délit ou d’un quasi-délit, d’une part parce que ce n’est pas la réparation d’un dommage mais la restitution d’un avantage qui est au centre de l’institution, et d’autre part parce que le comportement à l’origine du quasi-contrat ne constitue pas en soi une faute, concluent-ils.

⁸¹³ Les développements qui suivent sont tirés de F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 1062 et s.

⁸¹⁴ Les quasi-contrats de gestion d’affaires et de répétition de l’indu, prévus par le Code civil aux articles 1371 à 1381, obligeant respectivement le maître d’affaires à indemniser le gérant d’affaires et l’*accipiens* à restituer au

une action spécifique dite « *de in rem verso* » au bénéfice de l'appauvri et admis son autonomie en tant que source créatrice d'obligation (de l'enrichi envers l'appauvri), à côté de la volonté individuelle et de la faute dommageable⁸¹⁵. Cette consécration a été réalisée par la chambre des requêtes dans l'arrêt *Boudier* du 15 juin 1892⁸¹⁶ sur le seul fondement de l'équité et sans poser d'autres conditions qu'un appauvrissement corollaire à un enrichissement. Toutefois, la Cour de cassation, inspirée par Aubry et Rau, a rapidement pris conscience des dangers de déstabilisation qu'une telle ouverture faisait courir à des pans entiers de notre système juridique. Elle a ainsi, sans remettre en cause le principe d'autonomie de cette action et le fondement de l'équité, restreint le champ d'application aux seuls « *cas où, le patrimoine d'une personne se trouvant, sans cause légitime, enrichi au détriment de celui d'une autre personne, celle-ci ne jouirait pour obtenir ce qui lui est dû d'aucune action naissant d'un contrat, d'un quasi-contrat, d'un délit ou d'un quasi-délit* »⁸¹⁷.

En d'autres termes, la jurisprudence est venue clairement poser deux conditions. Premièrement, la condition d'absence de cause légitime, passant conceptuellement de l'exigence d'un simple enrichissement injuste à celle, bien plus forte, d'un enrichissement sans cause, ce qui restreignait singulièrement le champ d'application de l'action - l'ajout de cette condition empêchant que tout individu, qui se serait trouvé désavantagé par une opération qu'il avait réalisée, tentât de rétablir l'équilibre en prétextant un injuste transfert de richesse. Deuxièmement, la condition tenant au caractère subsidiaire de l'action, celle-ci ne pouvant être exercée que par un appauvri ne disposant d'aucune autre action pour faire valoir ses droits. L'exigence de sécurité juridique venait ainsi tempérer le principe d'équité et éviter que l'action *de in rem verso* ne devienne une « *sanction attrape-tout* », qui aurait pu mettre en péril l'ensemble du droit civil. L'enrichissement sans cause suppose ainsi désormais la réunion de deux éléments : un élément positif d'ordre économique, constitué par un enrichissement au détriment d'autrui, c'est-à-dire un mouvement de valeur d'un patrimoine à un autre, qui se décompose donc lui-même en trois éléments : l'enrichissement de l'un, l'appauvrissement de l'autre et un lien de causalité entre les deux ; et un élément négatif

solvens ce qu'il a indûment reçu de sa part (ou son équivalent si la chose a disparu), peuvent s'apparenter à des cas particuliers d'enrichissement sans cause (v. F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 1028).

⁸¹⁵ Pour G. Ripert, *La règle morale dans les obligations civiles*, préc., n° 133 et s., de même qu'il y aurait, comme sous-jacent à la responsabilité civile, le devoir de ne pas nuire à autrui, il y aurait, comme sous-jacent à l'enrichissement sans cause, le devoir de ne pas s'enrichir injustement aux dépens d'autrui.

⁸¹⁶ Cass. req. 15 juin 1892 : DP, 1892, p. 1596 ; S., 1893, I, p. 281.

⁸¹⁷ Cass. civ. 12 mai 1914 : S., 1918, I, p. 11 ; Cass. civ. 2 mars 1915 : DP, 1920, I, p. 102.

d'ordre juridique, constitué par une absence de cause, c'est-à-dire de titre juridique (qu'il soit légal, conventionnel ou judiciaire) qui viendrait justifier le transfert de richesses⁸¹⁸, étant précisé que l'action présente un caractère subsidiaire en ce qu'elle n'est ouverte à l'appauvri qu'à la condition qu'il ne dispose d'aucun autre moyen de droit afin d'obtenir satisfaction ou n'ait disposé d'un tel autre moyen (mais dont l'exercice se serait heurté à une cause d'irrecevabilité ou à tout autre obstacle de droit, tel que la prescription, la déchéance, l'autorité de la chose jugée, etc.). Quant à l'effet de l'action d'enrichissement sans cause, il consiste à faire naître une obligation de restitution à la charge de l'enrichi au profit de l'appauvri, en vue de rétablir l'équilibre entre les deux ; cette obligation est toutefois limitée dans son *quantum* au plus faible des deux montants entre l'appauvrissement et l'enrichissement effectifs (à défaut, l'appauvri s'enrichirait ou bien l'enrichi s'appauvrirait à son tour).

Dans notre cas, ne pourrait-on pas considérer que l'investisseur s'est en effet enrichi sans cause lors de son achat préalable à un cours sous-évalué ? La réponse est assurément négative en ce que font défaut les conditions du quasi-contrat d'origine prétorienne de l'enrichissement sans cause ; en outre, quand bien même les conditions en seraient réunies, la reconnaissance de l'action *de in rem verso* n'aurait pas exactement l'effet recherché (soustraction du gain de sous-évaluation d'achat). Fait d'abord défaut l'une des conditions principales : l'absence de cause, de titre juridique quelconque (légal, conventionnel ou judiciaire) justifiant l'enrichissement. En effet, il existe bien une cause, à savoir un titre conventionnel, dans la transaction ou le contrat unissant l'acheteur ou le vendeur, peu important à cet égard que la notion de contrat reste discutée en matière de transaction boursière⁸¹⁹. Consciente que la reconnaissance prétorienne de l'enrichissement sans cause présentait le danger d'une remise en cause de tous les contrats qu'une des parties aurait jugés inéquitables, la Cour de cassation l'a d'ailleurs affirmé très clairement en 1944 : « *il n'y a pas d'enrichissement sans cause (...) lorsque l'enrichissement réalisé par une personne a sa justification dans un acte juridique, et spécialement lorsqu'il résulte de l'exécution d'un contrat légalement formé entre la personne*

⁸¹⁸ Pour F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 1069, l'enrichissement suppose un troisième élément d'ordre moral tenant au comportement de l'appauvri en ce que la jurisprudence tend à écarter l'action *de in rem verso* à l'appauvri soit qui a accompli l'acte d'appauvrissement dans son intérêt exclusif et à ses risques et périls, soit qui a commis une faute par son acte d'appauvrissement. Ce troisième élément s'explique selon ces auteurs par le souci de la jurisprudence de moraliser l'institution.

⁸¹⁹ Cf. *supra*.

appauvrie et la personne bénéficiaire de l'enrichissement »⁸²⁰. MM. François Terré, Philippe Simler et Yves Lequette écrivent ainsi : « *lorsque le déplacement de valeur s'est réalisé en vertu d'un contrat conclu entre l'appauvri et l'enrichi, ce déplacement de valeur ne saurait être remis en cause au moyen de l'action de in rem verso, au prétexte que le contrat serait inéquitable. Dès lors que le contrat est valable, on ne saurait permettre à celui qui s'estime lésé d'obtenir une indemnité de celui qui en a tiré bénéfice, sauf à remettre en cause le principe de la force obligatoire du contrat* »⁸²¹. Fait par ailleurs défaut une autre condition: la subsidiarité de l'action *de in rem verso*. En principe, le recours à l'enrichissement sans cause ne peut se faire que si aucune autre voie de droit n'est possible ; or, en l'espèce, la voie naturelle est l'action en responsabilité civile qui permettra au vendeur initial de demander à l'auteur de l'information défectueuse, et non bien sûr à sa contrepartie - puisque non fautive -, réparation du préjudice de surévaluation subi.

L'effet du succès d'une action en enrichissement sans cause ne serait d'ailleurs pas exactement celui escompté puisqu'il consistera à restituer le montant de la surévaluation initiale au premier vendeur, et non simplement à le soustraire de l'indemnisation due par l'auteur de l'information défectueuse et ainsi de suite, de manière à ce que soit rétabli l'équilibre initial et soit assurée l'équité entre les différents investisseurs participant à la chaîne translatrice de propriété du titre. La solution est-elle parfaitement juste pour autant ? On peut en douter car les différents investisseurs, ne pouvant plus se prévaloir d'un quelconque préjudice, n'auront plus d'intérêt à agir en responsabilité civile à l'encontre de l'auteur de l'information défectueuse ; il en résulte ainsi que cet auteur ne sera plus tenu d'aucune indemnisation et n'aura donc plus à répondre des conséquences, des transferts de richesse consécutifs à sa faute. Reprenons l'exemple précédent dans lequel, du fait de l'information négative, l'investisseur B achète sur le marché un titre au cours de 10 alors que sa valeur réelle est de 15 (l'impact de la fausse information négative est de 5), et réalise un gain de sous-évaluation de 5 alors qu'inversement le vendeur tiers A auquel il a acheté le titre subit, pour sa part, un préjudice de sous-évaluation de 5 ; et dans lequel l'investisseur B revend ensuite le titre à un investisseur C pour 12 alors que sa valeur réelle est toujours de 15, et subit

⁸²⁰ Cass. civ. 21 févr. 1944 : DA, 1944, p. 58 ; Cass. civ. 17 mai 1944 : S., 1944, I, p. 132.

⁸²¹ F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 1068. A moins bien sûr que l'on soit en présence d'une situation où le droit positif sanctionne exceptionnellement la lésion : la voie à suivre serait alors celle de la rescision pour lésion et non celle de l'action *de in rem verso* (*ibid.*).

un préjudice de sous-évaluation de 3 alors que C réalise inversement un gain de sous-évaluation de 3. Si A parvient à exercer avec succès une action pour enrichissement sans cause à l'encontre de B, il obtiendra une restitution de la part de celui-ci à hauteur de 5, qui correspond bien à l'appauvrissement de l'un corrélatif à l'enrichissement de l'autre. De la même façon, si B exerce avec succès une action pour enrichissement sans cause à l'encontre de C, il obtiendra une restitution de la part de celui-ci à hauteur de 3, qui correspond bien à l'appauvrissement de l'un corrélatif à l'enrichissement de l'autre. L'équilibre et l'équité seront bien rétablis dans les relations entre A, B et C, mais l'auteur de la fausse information n'aura plus à répondre des conséquences dommageables de ces fautes, et ce en contradiction avec le principe général de responsabilité pour faute. Ainsi, quand bien même des actions en enrichissement sans cause pourraient être exercées, ce qui n'est assurément pas le cas ici faute de réunion des conditions exigées, elles n'auraient en tout état de cause pas exactement l'effet recherché de simple soustraction du montant du préjudice de la sous-évaluation d'achat antérieur dans le cadre du maintien de la responsabilité civile de l'auteur de la faute. On observera enfin qu'une telle solution est inapplicable, compte tenu de l'anonymat existant sur un marché boursier.

Poussons, d'un point de vue théorique, la réflexion sur les conditions de l'action. Si une action en enrichissement injuste, et non sans cause, existait, comme l'avait dans un premier temps consacré la Cour de cassation dans son arrêt *Boudier*, elle serait, d'une certaine manière, parfaitement adaptée à la situation puisqu'elle permettrait à A, B et C de revenir sur les transferts de richesse injustes ayant eu lieu entre eux et donc de rétablir l'équilibre, et ce parce que la faute d'information ayant entraîné ces transferts de richesse a été commise par un tiers aux différentes transactions et qui n'a bénéficié de ces transferts en aucune façon. On observe encore, à cet égard, le particularisme de la situation de la faute commise par un tiers, particularisme dont les conséquences sont exacerbées lorsque la faute est commise sur un marché ayant, par son fonctionnement même, tendance, à diffuser ces conséquences parmi de multiples personnes. En outre, l'on comprend bien ici pourquoi la Cour de cassation a rapidement pris conscience des dangers que recélait l'admission d'une action pour enrichissement injuste et l'a restreinte à une action pour enrichissement sans cause : non seulement une telle solution aurait-elle menacé la force obligatoire des contrats, mais encore l'institution de la responsabilité civile (dans notre cas, l'auteur de l'information défectueuse se trouverait alors libéré de toute responsabilité quant aux conséquences préjudiciables de sa

faute)...Force obligatoire des contrats, responsabilité civile, c'était bien l'ensemble de notre droit civil qui risquait de s'effondrer. Pour revenir au cas particulier qui nous occupe, l'action en enrichissement en cause ne pouvant trouver à s'appliquer, la seule solution envisageable consiste dans l'instauration d'une disposition légale spéciale.

365 - **La nécessité de l'instauration d'une disposition légale spéciale.** Reste alors la solution d'adopter une disposition spéciale en la matière qui prévoirait la soustraction du gain initial de sous-évaluation d'achat antérieur. L'instauration d'un tel régime spécial est-elle juridiquement possible ? Le principe de la réparation intégrale n'étant pas un principe ayant valeur constitutionnelle, rien n'empêcherait, à notre sens, le législateur d'introduire, en ce domaine, une disposition spéciale prévoyant la soustraction du gain initial de sous-évaluation. Il faut insister toutefois sur le fait que cela nécessiterait *a priori* une intervention législative, et non simplement judiciaire, car si le principe de réparation intégrale n'a pas valeur constitutionnelle, il est d'ordre public en matière délictuelle, ce qui empêche les parties, mais, également le juge, d'y déroger, même si l'on a vu que celui-ci s'en affranchissait parfois largement comme l'a fait la Cour de cassation en matière d'information publique défectueuse. Bien entendu, une telle intervention ne se justifie que si l'on souhaite voir appliquer en droit français la théorie de la surévaluation.

Se pose une dernière question : si l'on adopte cette disposition spéciale, la situation présentera-t-elle alors en contrepartie les mêmes difficultés liées à la diffusion, la fragmentation du préjudice par le marché que dans les cas de surévaluation ? Généralement, tel ne devrait pas être le cas du fait du principe général de décroissance de l'importance de l'information sur le marché, qui va ici avoir pour conséquence qu'au sein de la chaîne translatrice de propriété du titre, seul le premier investisseur devrait *a priori* subir un préjudice, les investisseurs subséquents devant au contraire faire une bonne affaire en vendant plus cher qu'ils n'ont acheté, puisque leur gain initial de sous-évaluation d'achat devrait en principe être supérieur à leur préjudice de sous-évaluation de revente du fait de la diminution de l'impact de l'information défectueuse sur le cours, d'où le caractère nul en principe de leur préjudice et même la réalisation d'un gain jusqu'à la dissipation de l'influence de l'information. C'est ce gain qui sera, en cas de situation de sous-évaluation, fragmenté, fractionné par le marché parmi les multiples investisseurs présents dans la chaîne translatrice de propriété du titre jusqu'à ce que le cours retrouve sa valeur intrinsèque du fait du rétablissement de la vérité. Ainsi, reprenons l'exemple précédent en imaginant que C cède

ensuite à D pour 13 le titre qui vaut toujours 15 puis que D le cède lui-même à E pour 15, le cours ayant retrouvé sa valeur intrinsèque du fait du rétablissement de la vérité. L'auteur de la fausse information sera alors tenu d'indemniser : A de son préjudice de sous-évaluation de 5 ; B de 0, puisque son préjudice de sous-évaluation de vente de 3 est plus que compensé par son gain de sous-évaluation d'achat de 5 et qu'il fait même en net un gain de 2, ; C également de 0 puisque son préjudice de sous-évaluation de vente de 2 est plus que compensé par son gain de sous-évaluation d'achat de 3 et qu'il fait même en net un gain de 1 ; D de 0 puisqu'il ne subit aucun préjudice de sous-évaluation et réalise même un gain de sous-évaluation d'achat de 2 ; E de 0 puisqu'il ne subit aucun préjudice de sous-évaluation. En définitive, l'auteur de la fausse information ne sera donc bien tenu de répondre que de l'impact de l'information défectueuse sur le cours de bourse, en l'espèce, en indemnisant A de la totalité de cet impact de 5, et non d'une indemnisation excessive ; en contrepartie de ce préjudice, les investisseurs réalisent un gain de sous-évaluation d'achat fragmenté par le marché (2 pour B, 1 pour C et 2 pour D). Il n'y a donc pas de diffusion par le marché du préjudice, mais du gain, ce qui n'a donc pas pour effet de compliquer l'indemnisation comme en situation de surévaluation.

366 - **Synthèse.** Cette analyse nous a permis de mettre en évidence l'incertitude du préjudice d'altération du cours quant à sa caractérisation conceptuelle. En effet, ce préjudice, en ce qu'il est établi par rapport au cours de bourse, nous met directement en prise avec le caractère collectif, diffus et instable du marché, sur lequel les informations litigieuses proviennent de tiers aux transactions⁸²². Les difficultés conceptuelles se présentent, toutefois, différemment selon que l'on se trouve en situation de surévaluation ou de sous-évaluation, et concernent davantage la seconde situation que la première. Premièrement, en situation de surévaluation, en appliquant le droit positif français, on parvient à fixer la date à laquelle le préjudice de surévaluation devient certain, et à justifier, afin d'éviter de faire supporter à l'auteur la

⁸²² V. N. Spitz, *op. cit.*, n° 352, indiquant que « les fautes boursières par désinformation créent artificiellement un transfert de richesse entre investisseurs, transfert auquel l'auteur de la faute ne participe pas forcément », et tentant de trouver des fondements juridiques appropriés permettant « de reconnaître que l'opération de bourse réalisée à un cours favorable résultant d'une faute boursière fait naître une créance dans le patrimoine de son responsable sur cet investisseur », dans le but de compenser les préjudices subis par certains investisseurs et les bonnes affaires réalisées en contrepartie par d'autres. Cet auteur constate que cette tentative est sans succès et ne peut notamment pas prendre la forme d'une action en enrichissement sans cause. Cette tentative nous paraît toutefois, en tout état de cause, dangereuse puisque, les gains et les préjudices réalisés par les investisseurs du fait de la déformation du cours causée par l'information défectueuse se compensant nécessairement, l'auteur de l'information défectueuse se trouverait alors délivré de toute responsabilité quant aux conséquences dommageables de sa faute, en contradiction avec notre principe général de responsabilité pour faute, de valeur pourtant constitutionnelle.

réparation multiple du même préjudice et, donc, une charge d'indemnisation excessive, la soustraction de la surévaluation de revente. Elle présente toutefois une difficulté non négligeable en ce qu'elle entraîne une forte fragmentation du préjudice au sein du marché, qui va largement compliquer son évaluation.

Deuxièmement, le préjudice de sous-évaluation apparaît, quant à lui, encore plus problématique. Si l'on parvient également à fixer la date à partir de laquelle il acquiert un caractère de certitude, la simple application du droit positif ne permet, en aucune manière, de justifier la soustraction de la sous-évaluation d'achat, pourtant indispensable au regard du même objectif d'éviter une réparation multiple du même préjudice et, donc, une indemnisation excessive. Seul un aménagement du droit de la responsabilité civile, par l'introduction en principe d'une disposition légale spéciale, permettrait d'atteindre ce résultat. On évite alors, outre une indemnisation excessive, la fragmentation du préjudice rencontrée en situation de surévaluation puisque, cette fois, c'est un gain, et non un préjudice, que le marché vient fractionner.

L'incertitude conceptuelle de la théorie de l'altération du cours est donc manifeste, même si cette question a, pour l'essentiel, été négligée par la doctrine française, qui y est pourtant, en bonne partie, favorable. Il nous faut maintenant, après cet exercice théorique, constater que l'incertitude du préjudice d'altération de cours tient également à son évaluation pratique.

Paragraphe 2 - **L'incertitude quant à l'évaluation pratique du préjudice d'altération de cours**

367 - **Evaluation pratique du préjudice d'altération de cours.** Le préjudice d'altération du cours étant un préjudice économique pur (A), son évaluation pose au juge le défi de l'économie (B).

A - Un préjudice économique pur

368 - **Un préjudice économique pur.** Après avoir constaté que le préjudice d'altération du cours s'inscrit dans la notion de préjudice économique pur (1), il conviendra d'en préciser les caractéristiques (2).

1 - La préjudice d'altération de cours, un préjudice économique pur

369 - **Le préjudice d'altération du cours, un préjudice économique pur.** Après avoir défini la notion de préjudice économique pur (a), nous l'appliquerons au préjudice d'altération de cours (b).

a - La notion de préjudice économique pur

370 - **Le préjudice résultant d'une atteinte directement portée à une activité économique.** Le préjudice matériel, qu'il s'agisse d'une perte éprouvée ou d'un gain manqué, découle le plus souvent d'une atteinte soit à un bien, soit à une personne. Il peut toutefois également être autonome, c'est-à-dire être détaché de toute atteinte de ce type : on parle alors de « *préjudice économique pur* », à l'instar de la notion de « *pure economic loss* » issue de la *common law*. Mme Mireille Bacache-Gibeili explique ainsi : « *le préjudice matériel peut enfin se présenter de façon autonome. La lésion des intérêts économiques ou patrimoniaux d'une personne n'est pas toujours la conséquence d'un dommage corporel ou d'une atteinte à un bien. Ce préjudice matériel autonome et en quelque sorte primaire, en ce qu'il n'est pas induit d'un dommage initial, d'une atteinte première à un bien ou à une personne, et souvent appelé "préjudice économique pur". Il en est ainsi du préjudice subi à la suite d'une rupture abusive de pourparlers ou de contrat, de la perte de profits résultant d'une diminution ou d'une interruption de l'activité économique d'une entreprise (...)* »⁸²³.

Ce préjudice résulte donc, de fait, d'une atteinte directe à une activité lucrative ou économique, c'est-à-dire génératrice de revenus. M. Matthieu Poumarède écrit ainsi : « *il s'agit ici des préjudices patrimoniaux qui ne résultent ni d'une atteinte à la personne ni d'une atteinte à l'un de ses biens. Il ne s'agit donc pas de préjudices "consécutifs" ou "dérivés", mais de préjudices économiques purs résultant d'une atteinte portée à l'activité économique*

⁸²³ M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 425. On remarquera que cet auteur se limite à la notion de « *corps* » sans viser celle, plus large, de « *personne* ». *Adde* A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 482, définissant, à partir de la *common law*, le préjudice économique pur de la façon suivante : « *cette notion recouvre des préjudices pécuniaires détachés de toute atteinte à la personne (la vie, le corps, la santé, la liberté, la personnalité) ou aux biens de personne* » (en se référant à W. Van Boom, *Pure Economic Loss: A Comparative Perspective*, in W. Van Boom, H. Koziol & C.A. Witting (Eds), *Pure Economic Loss*, Springer, 2004, p. 1 et 3, et H. Koziol, *Compensation for Pure Economic Loss from a Continental Lawyer's Perspective*, dans le même ouvrage, p. 41).

d'une personne »⁸²⁴. C'est toutefois M. Frédéric Bélot qui, selon nous, a proposé la construction théorique la plus achevée en cette matière. C'est la notion même de « *préjudice économique* » (et non seulement de « *préjudice économique pur* ») que cet auteur restreint et distingue du préjudice patrimonial au sens large, en mettant en évidence le critère d'atteinte portée à une activité économique : « *le préjudice économique est le préjudice qui naît de l'atteinte portée à l'activité économique d'une personne physique ou morale, c'est-à-dire à l'activité génératrice de revenus qu'elle mène* ». Il approfondit ensuite la notion en distinguant le « *préjudice économique dérivé* », consécutif à une atteinte à un corps ou à un bien, et le « *préjudice économique pur* », en cas d'« *atteinte immédiate au processus même d'activité économique* »⁸²⁵.

b - Application au préjudice d'altération de cours

371 - Application au préjudice d'altération de cours. Critère d'autonomie. En matière d'information publique défectueuse sur le marché secondaire, le préjudice d'altération de cours peut-il être qualifié de préjudice économique pur ? Tel paraît bien être le cas au regard du premier critère d'autonomie. En effet, un investisseur a subi un préjudice parce qu'il a payé un titre à un cours de bourse trop élevé ou l'a vendu à un cours trop faible : il a bien subi un préjudice détaché de toute atteinte préalable à sa personne ou à l'un de ses biens, à moins de considérer que la délivrance de la fausse information constitue une atteinte faite au bien incorporel que constitue le titre lui-même, ce qui nous paraît, il faut le reconnaître, particulièrement abstrait et surtout approximatif. En outre, tout préjudice économique en apparence « *pur* », « *autonome* » a *in fine* quelque chose à voir avec un bien : la rupture de contrat ou de pourparlers concerne généralement la vente, la fourniture, la mise à disposition d'un bien ; de même, en matière de préjudice concurrentiel, la concurrence déloyale, l'entente, l'abus de position dominante sont relatifs à certains produits, certains biens commercialisés sur le marché... Il en résulte, selon nous, que le préjudice d'altération de cours constitue bien un préjudice autonome.

⁸²⁴ M. Poumarède, *op. cit.*, n° 855.

⁸²⁵ F. Bélot, *Pour une reconnaissance de la notion de préjudice économique en droit français*, LPA, 2005, n° 258, p. 8.

372 - **Application au préjudice d'altération de cours. Critère d'atteinte à une activité économique.** Le préjudice d'altération de cours découle-t-il alors aussi d'une atteinte à une activité économique ? L'on peut répondre positivement si l'on retient une définition large d'« *activité économique* » au sens de toute activité lucrative, de toute activité génératrice de revenus ; tel ne pourrait pas être le cas, en revanche, selon une conception étroite d'activité exercée par une entreprise ou à titre professionnel. En effet, si, par exemple, le préjudice de surévaluation - le fait d'avoir acheté un titre trop cher -, constitue une atteinte directe à l'activité d'investissement, *a priori* lucrative ou génératrice de revenus, cette activité n'est, en revanche, pas nécessairement exercée par une entreprise, telle une banque, ou même à titre professionnel. Le critère d'atteinte à une activité économique nous paraît donc satisfait dès lors qu'on en retient une définition large, ce qui n'apparaît pas toujours dans les articles consacrés au préjudice économique pur, souvent centrés sur l'atteinte à l'activité d'exploitation de l'entreprise⁸²⁶ : le préjudice de surévaluation oblige ainsi, de ce point de vue, à avoir une vision large de la notion.

On observera, pour finir, que la notion de préjudice économique pur se distingue, quelque peu, de celle de « *préjudice écologique pur* »⁸²⁷, « *c'est-à-dire le dommage causé à l'environnement (l'eau, l'air, la faune, la flore...), indépendamment de ses répercussions sur les personnes (physiques ou morales, publiques ou privées)* »⁸²⁸. En effet, dans le premier cas, la « *pureté* » signifie simplement l'autonomie, l'indépendance : le préjudice économique pur ne résulte d'aucune atteinte préalable à un bien ou à une personne. Dans le second, elle recouvre certes la notion d'autonomie⁸²⁹ en que c'est la nature, l'environnement lui-même qui

⁸²⁶ V. par exemple F. Bélot, *L'évaluation du préjudice économique*, D., 2007, p. 1681. En fait, dans cet article, sous le terme de « *préjudice économique* », l'auteur, comme d'autres, traite essentiellement du problème de l'évaluation de l'atteinte à l'activité de l'entreprise.

⁸²⁷ V. notamment, V. Ravit et O. Sutterlin, *Réflexions sur le destin du préjudice écologique « pur »*, D., 2012, p. 2675. Adde Ch. Quézel-Ambrunaz, *L'exemple d'un modèle de responsabilité hybride : la responsabilité environnementale*, RCA, n° 2, 2012, dossier 12 ; Y. Aguila, *De l'intérêt d'inscrire dans le Code civil le principe de la réparation du préjudice écologique*, JCP, 2012, p. 531.

⁸²⁸ J. Flour, J.-L. Aubert et E. Savaux, *op. cit.*, n° 136. Ce préjudice a fait l'objet d'une reconnaissance prétorienne dans l'affaire du naufrage de l'« *Erika* » (TGI Paris, 16 janv. 2008, *Erika* : JCP, 2008, II, 10053, note B. Parance ; RLDC, avr. 2008, p. 21, obs. M. Boutonnet ; L. Neyret, *Naufrage de l'Erika : vers un droit commun de la réparation des atteintes à l'environnement*, D., 2008, chron. 2681 - CA Paris, 30 mars 2010, n° 08/02278, *Erika* : D., 2010, chron. 2238, L. Neyret ; M. Boutonnet, *Environnement*, 2010, n° 7, étude 13 ; JCP, 2010, 432, note K. Le Couviour - Cass. crim. 25 sept. 2012, n° 10-82938, *Erika* : D., 2012, 2673, obs. L. Neyret, 2711, note Ph. Delebecque ; RTD civ., 2013, 119, obs. P. Jourdain ; JCP, 2012, 1243, note K. Le Couviour ; JCP, 2013, 484, obs. C. Bloch ; *Environnement et développement durable*, 2013, ét. 2, M. Boutonnet, ét. 9, F.-G. Trébulle, ét. 10, M. Bacache ; Gaz. Pal., 24 oct. 2012, p. 8, note B. Parance).

⁸²⁹ Cette utilisation du terme « *pur* » semble toujours au moins renvoyer à la notion d'autonomie. V., ainsi, M. Fabre-Magnan, *op. cit.*, p. 138, pour laquelle le « *dommage purement moral* » est celui constitué, par analogie

est atteint, indépendamment des conséquences sur les destinées humaines – il s’agit du préjudice directement causé à la nature sans intermédiaire préalable -, mais elle renvoie également à la globalité de l’objet de l’atteinte : c’est en effet également l’ensemble de la nature qui est affecté et non tel ou tel individu. Ainsi, avec le préjudice écologique pur, on prend de la hauteur, on s’élève d’un cran en quelque sorte par rapport au préjudice économique pur ; en ce sens, la notion de préjudice écologique pur s’apparente davantage à celle de « *préjudice du marché* », si la notion venait un jour à être consacrée.

2 - Les caractéristiques du préjudice économique pur

373 - Les caractéristiques du préjudice économique pur : difficulté d’évaluation et énormité potentielle du préjudice. La notion de préjudice économique pur n’a suscité qu’un intérêt très modéré de la part de la doctrine française⁸³⁰. Et pour cause : le droit français qui, ne distingue pas et n’établit pas en principe de hiérarchie entre les différents types de préjudice au regard de la réparation⁸³¹, ignore cette catégorie issue de la *common law* et n’a donc pas de raison de lui réserver un régime particulier. M. Christian Lapoyade-Deschamps écrit ainsi que le thème du préjudice économique pur « *est particulièrement difficile à traiter ou même à concevoir, pour un juriste français, car celui-ci, a priori, ne connaît ni le problème, ni même l’expression !* »⁸³².

avec le préjudice purement économique, par les souffrances psychologiques indépendantes de toute atteinte à l’intégrité physique de la personne, c’est-à-dire indépendamment de tout préjudice corporel ; Ph. Brun, *op. cit.*, n° 218, qui parle de préjudices moraux « *purs* », pour préciser tout de suite qu’ils ne s’opposent à de prétendus préjudices moraux « *impurs* », mais désignent les préjudices extrapatrimoniaux intervenant indépendamment d’une atteinte directe à la personne de la victime ou à ses biens (cf. *supra*).

⁸³⁰ V., par exemple, Ph. Brun, *op. cit.*, n° 213, qui estime qu’il ne faut pas surestimer l’importance de cette catégorie, peu connue du droit français et à l’égard de laquelle il ne manifeste pas d’intérêts particuliers, contrairement aux droits d’inspiration anglo-saxonne ou germanique qui y attachent beaucoup d’importance. V. toutefois, Ch. Lapoyade-Deschamps, *La réparation du préjudice économique pur en droit français*, RID comp., 1998, n° 2, p. 367 ; Ph. Le Tourneau, *De la spécificité du préjudice concurrentiel*, RTD com., janv.-mars 1998, n° 51, p. 83 ; F. Bélot, *Pour une reconnaissance de la notion de préjudice économique en droit français*, LPA, 2005, n° 258, et, *L’évaluation du préjudice économique*, D., 2007, p. 1681 ; Ph. Stoffel-Munck, *Le préjudice économique : propos introductifs*, Journal des sociétés, juin 2007, n° 44, p. 22 ; O. Peronnet et M. Boissésou, *L’évaluation du préjudice économique : le point de vue des praticiens*, Journ. stés, juin 2007, n° 44, p. 45 ; J.-P. Marguénaud, *Le droit à l’« expertise équitable »*, D., 2000, chron. 111 ; L. Aynès, *Quelques données juridiques, in conférence Cour de cassation, Risque, assurances, responsabilité, La réparation du préjudice économique*, 26 avr. 2007, p. 2.

⁸³¹ Sur ce point, v. notamment G. Viney, *Pour ou contre un « principe général » de responsabilité civile pour faute ? Une question posée à propos de l’harmonisation des droits civils européens, in Le droit privé français à la fin du XXe siècle, Etudes offertes à Pierre Catala*, Litec, 2001, p. 563 et s.

⁸³² Ch. Lapoyade-Deschamps, art. préc., p. 367.

Tel n'est pas le cas en revanche des droits étrangers qui ont éprouvé la nécessité de distinguer cette catégorie de préjudice afin d'en limiter la réparation⁸³³, en raison de sa difficulté d'évaluation et de son montant potentiellement énorme. Ils craignent, en effet, que la reconnaissance du caractère réparable du préjudice économique pur conduise à une responsabilité « *indéterminée dans son montant, pour une durée indéterminée et à l'égard d'une classe indéterminée de personnes* »⁸³⁴ -, et donc à un gaspillage des ressources, à un effet pervers sur la concurrence et à l'encombrement des tribunaux (« *floodgate argument* », c'est-à-dire celui tenant à l'« *ouverture des écluses* »)⁸³⁵.

Ces caractéristiques, tenant à la difficulté d'évaluation et à l'énormité potentielle du préjudice, sont réelles, mais ne sont toutefois en aucune manière spécifiques au préjudice économique pur : les difficultés d'évaluation sont le lot commun de la responsabilité civile où elles touchent tant le préjudice matériel que le préjudice corporel et le préjudice moral ; l'énormité potentielle du préjudice affecte également d'autres types de préjudice, notamment les préjudices écologiques et, plus largement, tous ceux liés à ce que l'on a appelé le « *droit des catastrophes* ». Ces caractéristiques peuvent d'ailleurs concerner le préjudice économique dans son ensemble et pas uniquement le préjudice économique pur, même si elles apparaissent de façon plus prégnante s'agissant de ce dernier.

M. Christian Lapoyade-Deschamps observe d'ailleurs, à cet égard, que le droit positif français opère un « *libéralisme de façade* » car, dit-il, si le préjudice économique, malgré son particularisme (caractère aléatoire et éventuellement démesuré compte tenu des impératifs financiers), bénéficie en principe, comme les autres préjudices, du principe de la réparation

⁸³³ V. notamment M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 425. G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 251, expliquent ainsi qu'à la suite notamment de la célèbre décision *Spastan Steel and Alloys Limited v. Martin and Co. Limited* de 1973, les juges anglais ont admis que le préjudice économique, qui n'était pas la conséquence d'un dommage physique, corporel ou matériel, n'était pas indemnisable dans le cadre du *tort of negligence* ; ils ajoutent que cette restriction est encore plus large en droit allemand et dans les autres pays de tradition germanique. Adde F. Bélot, art. préc., p. 14, indiquant, s'agissant du droit allemand, qu'en l'absence de normes protectrices spécifiques et donc de possibilité d'application du paragraphe 823 du *BGH*, seul le paragraphe 826 du même code peut éventuellement trouver à s'appliquer à la réparation d'un préjudice économique pur, ce qui nécessite donc une conduite immorale et un dommage intentionnel (*vorsätzliche sittenwidrige Schädigung*, cf. *supra*). V. également sur la différence entre le droit français et le droit anglais sur ce point, L. Reiss, *Le juge et le préjudice : étude comparée de droit français et anglais*, préf. Ph. Delebecque, PUAM, Institut de Droit des Affaires, 2003, n° 215 à 279, spéc. n° 268 et s.

⁸³⁴ V. la célèbre phrase du juge Cardozo dans la décision américaine *Ultramares Corp. V. Touche*, préc. : « *...an indeterminate amount for an indeterminate time to an indeterminate class* ».

⁸³⁵ L. Reiss, *op. cit.*, n° 272, n'est toutefois pas convaincue par cette argumentation : « *il n'y a pas en définitive, de justification rationnelle pertinente, car ni la crainte de l'encombrement des juridictions en cas d'admission généralisée du caractère réparable du préjudice économique ni celle de la difficulté de son évaluation ne peuvent emporter la conviction* ».

intégrale, le juge en réduit souvent l'indemnisation sous couvert de son très large pouvoir d'appréciation en la matière⁸³⁶. Il le fait, ajoute-t-il, notamment au moyen du recours à la technique de la perte de chance, en raison de l'incertitude affectant ledit préjudice, ou au moyen du lien de causalité ou de la prise en compte du comportement de l'auteur de la faute – dans certains cas, le litige peut d'ailleurs porter essentiellement sur la question de l'existence de la faute, notamment en matière de concurrence déloyale⁸³⁷ - ou de la victime⁸³⁸, ce qui lui permet de tempérer l'automatisme et la rigidité du principe de réparation intégrale.

374 - La véritable spécificité du préjudice économique pur : le défi de l'économie. Existe-t-il, dans ces conditions, une véritable spécificité du préjudice économique pur en termes de régime ? La seule que nous pouvons discerner et qui tient à sa définition même, c'est qu'il confronte le juge, le législateur, et plus largement les pouvoirs publics, au défi de l'économie au regard de son évaluation. En effet, étant un préjudice découlant d'une atteinte directe à une activité économique, il nécessite une appréhension des phénomènes économiques par le juge, éventuellement aidé d'un expert, et par les parties.

Tel est le cas certes du préjudice économique en général, et donc également du préjudice économique dérivé, pour lequel l'atteinte à l'activité économique découle de l'atteinte préalable à un bien, mais cette difficulté d'appréhension du fait économique est encore renforcée pour le préjudice économique pur en ce qu'il se présente généralement sous un jour particulièrement abstrait, étant détaché de toute atteinte matériellement tangible à un bien. M. Christian Lapoyade-Deschamps écrit ainsi : *« l'évaluation d'un préjudice purement économique est forcément difficile à établir : elle revient à s'en remettre aux experts ou, faute d'être quantifiable, à indemniser de manière forfaitaire. L'admission d'un préjudice aussi douteux que le dommage économique pur a donc forcément pour conséquence de susciter des difficultés d'évaluation et donc de s'en remettre à un arbitrage peu rigoureux des juges du*

⁸³⁶ Ch. Lapoyade-Deschamps, art. préc.

⁸³⁷ V. ainsi M. Fabre-Magnan, *op. cit.*, p. 125, qui remarque que *« si officiellement le droit positif français ne soumet pas la réparation de ces dommages à des conditions supplémentaires, en pratique, le litige portera souvent effectivement sur la question de la faute, c'est-à-dire d'un comportement illicite, qui devra particulièrement être caractérisé (par exemple en cas de concurrence déloyale) »*.

⁸³⁸ Ch. Lapoyade-Deschamps, art. préc., p. 379, observant que le juge parvient à tourner le principe de réparation intégrale, en coupant le lien de causalité lorsque le préjudice lui paraît trop lointain ou diffus, ou en tenant compte du comportement de l'auteur du dommage, donnant à la responsabilité civile un caractère punitif, ou de la victime, lorsqu'il l'estime fautive.

fond »⁸³⁹. C'est particulièrement net, en tout cas, pour deux types de préjudice économique pur : le préjudice dit « concurrentiel » (c'est-à-dire le préjudice issu de la violation des règles du droit de la concurrence, notamment du fait d'une entente ou d'un abus de position dominante), et le préjudice d'altération du cours, en droit financier. Ainsi, si une grande partie des préjudices posent au juge des difficultés d'évaluation, le préjudice économique, et surtout le préjudice économique pur, ont pour spécificité de mettre le juge face au défi de l'économie au regard de leur évaluation.

Il est temps maintenant de voir comment, concrètement, ce défi de l'économie se pose en matière d'évaluation du préjudice d'altération de cours.

B - Le défi de l'économie en matière d'évaluation du préjudice d'altération de cours

375 - Considérations liminaires relatives à l'énormité du préjudice économique pur, et notamment du préjudice d'altération de cours. Comme nous l'avons vu, le préjudice économique a pour caractéristique le montant potentiellement considérable du préjudice, quoiqu'il la partage avec d'autres, tel le préjudice écologique. Il en est ainsi notamment des préjudices économiques purs que sont les préjudices issus des violations du droit de la concurrence ou du préjudice d'altération du cours en droit financier.

⁸³⁹ Ch. Lapoyade-Deschamps, art. préc., p. 370 et 371. Il ajoute qu'« en outre, dans le domaine économique, des pertes énormes peuvent résulter d'une simple erreur...sans compter qu'une indemnisation systématique peut faire redouter une avalanche de demandes, un encombrement des tribunaux et la ruine des entreprises ». V. également *Définition et évaluation des préjudices économiques des entreprises*, table ronde, Cahiers de droit de l'entreprise, 2014, n° 1, p. 9 ; v. notamment en introduction : « la question de l'évaluation prend une tournure particulière s'agissant des problèmes économiques causés aux ou par les entreprises. C'est, en effet, dans ce domaine que le problème des fautes lucratives et des dommages-intérêts punitifs a émergé de la façon la plus évidente, révélant l'inadaptation à certaines situations du principe de la réparation intégrale des préjudices et de l'objectif traditionnellement assigné au droit de la responsabilité civile délictuelle, à savoir la remise de la victime dans l'état qui était le sien antérieurement au dommage. C'est également dans ce domaine que de nouveaux types de préjudices sont récemment apparus (les préjudices causés à l'économie, à l'environnement, etc.) engendrant non seulement des difficultés conceptuelles mais aussi pratiques tant les montants en jeu sont considérables et peuvent, en cas de condamnation, entraîner la ruine, tant des entreprises victimes que de celles qui sont déclarées responsables. L'évaluation des préjudices économiques souligne enfin avec une nouvelle intensité la question du pouvoir des experts et de l'office du juge. La matière étant très technique du point de vue économique, comptable et financier, le juge peut difficilement se passer d'un avis technique sur l'évaluation, sans pourtant renoncer à son pouvoir d'appréciation, lequel est considéré comme souverain par la Cour de cassation. Ce constat explique pour une large part l'absence de travail de systématisation doctrinale, l'impression que la jurisprudence est une gigantesque casuistique dépourvue de lignes directrices et le fort sentiment des justiciables de devoir vivre un aléa judiciaire insoutenable. L'interdisciplinarité dont on sait qu'elle n'est pas un point fort de la formation des juristes au sein des Facultés de droit françaises, est ici cruciale ».

L'on retrouve plus précisément, s'agissant du préjudice d'altération de cours, les différentes critiques adressées au principe de réparation intégrale de manière générale, mais ici avec l'effet potentiellement amplificateur du marché. L'examen des actions collectives boursières américaines montre en effet que les dommages-intérêts devant être supportés par les auteurs du dommage et par les assureurs, au titre de l'indemnisation du préjudice de surévaluation, peuvent être extrêmement lourds. Cela s'explique simplement par le caractère collectif du marché et les échanges incessants qui s'y produisent ; en effet, des milliers d'investisseurs réalisent des transactions pendant la période d'information défectueuse et vont donc pouvoir être parties à l'action collective, de sorte que l'on se trouve généralement face à des dommages de masse. En outre, non seulement les acheteurs directs des actions surévaluées peuvent-ils se prévaloir d'un préjudice, mais il en est de même des investisseurs ayant conclu des instruments financiers à terme dont la valeur dérive de l'action – comme nous l'avons vu, le droit anglais compte de manière expresse ces investisseurs au nombre des demandeurs potentiels⁸⁴⁰ – et des éventuels acheteurs à découvert qui peuvent également avoir subi un préjudice.

Le risque est alors d'autant plus important pour l'auteur de l'information défectueuse qu'étant un tiers à la transaction, il n'a pas tiré profit des transactions litigieuses et ne peut donc s'acquitter des dommages-intérêts au moyen de bénéfices antérieurement réalisés. Le montant des dommages-intérêts pouvant être extrêmement élevé et même dépasser les capacités de l'assurance, il peut mettre ainsi en danger la personne morale elle-même. En outre, comme la doctrine américaine l'a mis en évidence, les actions collectives boursières sont susceptibles de représenter un coût extrêmement élevé pour la collectivité. La question consiste donc à savoir comment faire face au caractère potentiellement considérable du préjudice en cas de dommage de masse compte tenu des impératifs budgétaires et du coût social éventuel de la réparation.

La difficulté n'est toutefois que relative dans la mesure où le principe de réparation intégrale peut être assoupli ou limité. Une partie importante de la doctrine préconise ainsi de mettre en place en droit positif une hiérarchisation des différentes catégories de préjudice quant à leur réparation. Cette solution, si elle dépasse le sujet de notre thèse et n'a pas été consacrée de

⁸⁴⁰ Cf. *supra*.

manière générale par le droit positif⁸⁴¹, nous paraît de prime abord justifiée : il est clair que la réparation de certains préjudices, notamment ceux découlant d'une atteinte à la personne, s'avère plus impérieuse que celle d'autres préjudices, notamment les préjudices matériels et économiques. Elle permettrait en outre de limiter l'indemnisation de certains préjudices, notamment les préjudices économiques (et notamment les préjudices économiques purs tels que le préjudice d'altération de cours), qui peuvent atteindre une ampleur considérable. Elle pourrait également permettre de prendre en compte d'autres critères que l'étendue du préjudice, notamment les capacités contributives du responsable et, plus généralement, les capacités financières de la collectivité dans son ensemble. Reste qu'une telle solution nécessiterait un grand effort de catégorisation et de systématisation qui, étant susceptible de remettre profondément en cause le système actuel et notamment le principe de réparation intégrale, devrait faire l'objet d'un certain consensus et pourrait ainsi prendre de nombreuses années – l'introduction de barèmes indicatifs dans certains domaines, qui a déjà débuté, pourrait d'ailleurs constituer un objectif moins ambitieux, mais plus réaliste, tout du moins à court terme. Cette solution, d'ordre général, requiert donc de bien plus amples réflexions que celles que nous menons dans cette étude.

Une limitation spécifique de l'étendue du seul préjudice d'altération du cours dans le domaine du droit des marchés financiers, par un plafonnement ou une forfaitisation, nous paraît ainsi bien plus envisageable. La solution du plafonnement a d'ailleurs été proposée depuis longtemps aux Etats-Unis, notamment par le professeur Donald Langevoort⁸⁴², pour tenir

⁸⁴¹ En droit commun de la responsabilité délictuelle, tout préjudice a en principe vocation à être réparé. Les régimes spéciaux ont en revanche tendance à favoriser la réparation du préjudice corporel, fût-ce de façon forfaitaire (v. notamment le régime des accidents du travail, prévu aux articles L. 411-1 et s. du Code de la sécurité sociale ; v. également le régime des accidents de la circulation prévu par la loi du 5 juillet 1985). V. notamment sur ce point, J. Flour, J.-L. Aubert et E. Savaux, *op. cit.*, n° 82, considérant qu'à tort ou à raison, le droit positif « est fondamentalement contraire à toute conception dualiste du dommage », et n° 134 ; Ph. Brun, *op. cit.*, n° 160, considérant qu'« il est inexact de soutenir que le droit positif a d'une manière générale entendu privilégier la réparation du dommage corporel sur celle des autres chefs de préjudice, et encore moins qu'il ait entendu soumettre le premier à un régime de responsabilité sans faute et les seconds à un régime de responsabilité pour faute ». Contra M. Fabre-Magnan, *op. cit.*, p. 121 et 122 : « dans la théorie classique toujours en vigueur, le régime de la responsabilité civile varie selon le type de fait générateur ; tous les dommages réparables sont alors intégralement indemnisés conformément au régime ainsi désigné. En réalité, les juges sont toujours influencés par le type de dommage survenu et, en particulier, lorsqu'un dommage corporel a été subi, ils trouvent presque toujours un moyen de le réparer et donc de désigner un responsable, quitte à apprécier plus souplesment que d'ordinaire l'une ou l'autre des autres conditions de mise en œuvre de cette responsabilité (fait générateur ou lien de causalité). La pratique jurisprudentielle est de toute évidence inspirée par les thèses de Starck selon lesquelles c'est le type de dommage survenu qui devrait déterminer le régime juridique applicable, même si les juges ne peuvent le dire officiellement. De lege ferenda, c'est un tel système qu'il faudrait adopter ».

⁸⁴² V. D.C. Langevoort, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 *Ariz. L. Rev.* 639 (1996).

compte de l'ampleur potentielle du préjudice. En outre, les droits des provinces du Canada, ayant adopté un régime spécial en la matière, ont prévu une méthode de calcul du préjudice intégrant un plafonnement de celui-ci en fonction de divers paramètres, dont le législateur français pourrait s'inspirer. L'on observera enfin qu'en droit français, même s'il ne s'agit pas précisément du préjudice d'altération de cours, la Cour de cassation a imposé de fait une forfaitisation du préjudice causé par l'information financière publique défectueuse, à travers sa jurisprudence relative à la perte de chance abstraite⁸⁴³. En définitive, s'il n'est pas à négliger, le problème du caractère potentiellement considérable du préjudice est, ainsi, loin d'être insurmontable.

376 - Le défi de l'économie en matière d'évaluation du préjudice d'altération de cours. Le problème de l'évaluation est, en revanche, bien plus ardu. La doctrine semble généralement considérer que le préjudice patrimonial est relativement facile à évaluer. Mme Muriel Fabre Magnan écrit ainsi à son propos : « *il est relativement aisé à apprécier et à chiffrer (et donc à réparer), car il consiste à évaluer une valeur patrimoniale, c'est-à-dire précisément une valeur qui s'apprécie en argent* »⁸⁴⁴. Or, s'il peut en aller ainsi de certains préjudices matériels, cette affirmation nous paraît, de manière générale, beaucoup trop catégorique : un certain nombre de préjudices patrimoniaux peuvent poser de redoutables problèmes d'évaluation, quand bien même ils se traduisent par une « *valeur patrimoniale* ».

Tel peut être le cas, comme on l'a dit, pour les préjudices économiques, et notamment pour les préjudices économiques purs, qui n'ont aucun support matériel (atteinte au bien ou à la personne) auquel se raccrocher, et plus spécialement pour deux préjudices économiques purs bien spécifiques qui sont le préjudice d'altération de cours ou le préjudice concurrentiel. Ces préjudices mettent en effet le juriste en prise avec l'économie, domaine qu'il connaît souvent

⁸⁴³ Cf. *supra*.

⁸⁴⁴ V. M. Fabre-Magnan, *op. cit.*, p. 121, par opposition, il est vrai, au préjudice extrapatrimonial. *Adde* Ph. Malaurie, L. Aynès, et Ph. Stoffel-Munck, *op. cit.*, n° 241, considérant que le préjudice économique, dès lors qu'il est actuel, c'est-à-dire déjà réalisé, et non futur, pose peu de difficultés quant à la preuve de sa certitude. De même, A. Bénabent, *Droit des obligations*, LGDJ-Lextenso éd., coll. Domat droit privé, 2014, 14^e éd., n° 678, s'agissant du préjudice futur : « *la frontière suppose une appréciation du degré de probabilité du dommage futur, lequel n'atteint jamais la certitude absolue* » ; F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 700 : « *sans dommage, pas de droit à réparation. L'existence de ce droit ne fait pas, à ce propos, difficulté, si le dommage s'est déjà réalisé, soit parce que la victime a éprouvé une perte (damnum emergens), soit parce qu'elle a manqué un gain (lucrum cessans). Ce manque à gagner, tout comme les pertes, est d'ailleurs actuel* » ; J. Carbonnier, *op. cit.*, p. 2270, à propos de l'exigence de certitude qu'il qualifie de « *rationnelle* » : « *pas de difficulté s'il est actuel, déjà accompli. Mais le dommage futur peut être également certain (du moins, d'une certitude suffisante pour le droit), s'il apparaît comme inévitable* ».

mal et redoute, et plus précisément avec le marché, environnement particulièrement instable⁸⁴⁵. Comme l'écrit Mme Anne-Lise Sibony, le fait économique place le juge dans l'obligation « *non pas seulement à prendre en considération des réalités économiques* », mais « *à chausser des lunettes d'économiste pour aborder les faits* »⁸⁴⁶.

377 - Le défi de l'économie au regard de la certitude. Entremêlement entre certitude et évaluation. Une des principales – et rares - conditions que pose le droit français, particulièrement libéral, à la réparation d'un préjudice, c'est qu'il soit certain, et non simplement éventuel, c'est-à-dire trop hypothétique pour être réparé. Toutefois, comme l'écrivent Mme Geneviève Viney, M. Patrice Jourdain et Mme Suzanne Carval, cette condition, qui revient simplement à celle d'existence du préjudice, relève de l'évidence : « *la condition de certitude va de soi. Dire que le dommage doit être "certain" n'est pas affirmer un caractère particulier du préjudice, mais constater qu'il doit exister et que sa preuve doit être apportée par le demandeur* »⁸⁴⁷. Cette nécessité n'est d'ailleurs que l'application de la règle procédurale en vertu de laquelle « *pas d'intérêt, pas d'action* » : à défaut de préjudice, il n'y a *a priori* aucun intérêt à intenter une action en responsabilité civile⁸⁴⁸. La certitude s'applique d'ailleurs non seulement au présent, mais également au futur : « *il ne peut y avoir de responsabilité que si l'on a la certitude que le dommage s'est déjà réalisé (préjudice actuel) ou qu'il se réalisera un jour (préjudice futur)* », écrit ainsi Bertrand Fages⁸⁴⁹.

En théorie, certitude, c'est-à-dire existence, et évaluation, c'est-à-dire quantification, du préjudice, sont deux questions distinctes qui doivent être traitées séparément. En pratique, les deux aspects sont largement liés et dans certaines situations, c'est l'évaluation du préjudice

⁸⁴⁵ Les difficultés d'évaluation du préjudice concurrentiel ont fait l'objet de réflexions doctrinales plus poussées en droit français, notamment de la part de la doctrine civiliste. V. notamment S. Carval, *La réparation du dommage concurrentiel dans le droit français de la responsabilité : le point de vue d'un civiliste*, Concurrences, n° 2, 2014, p. 52.

⁸⁴⁶ A.-L. Sibony, *Le juge et le raisonnement économique en droit de la concurrence*, dir. G. Canivet et B. Vesterdof, LGDJ, coll. Droit et économie, 2008. *Adde*, s'agissant du préjudice concurrentiel, S. Carval, art. préc., selon laquelle « *le droit de la concurrence lance au juge, de façon générale, un défi qui est celui de l'économie* ».

⁸⁴⁷ G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 275.

⁸⁴⁸ H.L.J. Mazeaud et F. Chabas, *op. cit.*, n° 408 sur la nécessité d'un préjudice ; de même F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 700 ; Ph. Le Tourneau, *op. cit.*, n° 1320. Sur les liens entre préjudice et intérêt à agir, v. plus précisément L. Cadet, *Le préjudice d'agrément*, th. Poitiers, dir. Ph. Remy, 1983, n° 311 à 314 et 330 à 340.

⁸⁴⁹ B. Fages, *op. cit.*, n° 373. *Adde* Ph. Malinvaud, D. Fenouillet et M. Mekki, *Droit des obligations*, LexisNexis, coll. Manuel, 2014, 13^e éd., n° 602 : « *à la certitude dans le présent peut être assimilée la certitude dans l'avenir : aussi répare-t-on le préjudice futur s'il apparaît comme la prolongation certaine et directe d'un état de choses actuel ; par exemple, en cas d'incapacité permanente d'un accidenté, on réparera tout de suite un préjudice – la perte de salaires – qui n'apparaîtra que mois après mois* ».

qui permettra en fait de s'assurer de son existence. La Cour de cassation affirme d'ailleurs parfois que « *les juges du fond justifient l'existence du préjudice invoqué par l'évaluation qu'ils en font* »⁸⁵⁰. Cet entremêlement se retrouve particulièrement en cas de préjudice économique pur tel que le préjudice d'altération de cours ou le préjudice concurrentiel, pour lesquels c'est bien souvent l'évaluation qui confirmera l'existence du préjudice⁸⁵¹. La difficulté d'appréhension du fait économique jouera ainsi dès l'examen de la certitude de ce type de préjudice.

Or, en pratique, l'évaluation du préjudice d'altération de cours, qu'il s'agisse d'un préjudice de surévaluation ou de sous-évaluation, pose d'importantes difficultés. Il nous faut alors revenir, à titre d'illustration, à l'étude du système américain qui procède couramment à la réparation de ce type de préjudice, alors que la théorie de l'altération du cours y reste fort controversée d'un point de vue économique. Et ce s'agissant aussi bien de son fondement, la théorie de l'efficacité informationnelle du marché (1), que de la technique des « *études d'événement* » (« *event studies* »), qui est généralement utilisée pour la mettre en œuvre (2).

1 - La controverse sur la théorie de l'efficacité informationnelle

378 - **La controverse sur la théorie de l'efficacité informationnelle.** Le fondement de la théorie de l'altération du cours, la théorie de l'efficacité informationnelle du marché (a), est aujourd'hui remis en cause (b).

a - Le fondement : la théorie de l'efficacité informationnelle

379 - **La théorie de l'efficacité informationnelle.** Selon la théorie de l'efficacité des marchés développée par le professeur Eugène Fama⁸⁵², sur un marché dans lequel les négociations sont libres et fréquentes (« *free and actively traded market* »), le cours de bourse des actions reflétera pleinement toute l'information disponible sur la société concernée. Il en résulte que

⁸⁵⁰ *Ibid.* et les arrêts cités.

⁸⁵¹ L'on notera toutefois que, pour la Cour de cassation, les difficultés d'évaluation ne peuvent empêcher l'indemnisation d'un préjudice dont l'existence a été dûment constatée (v. *ibid.* citant, par exemple, Cass. com. 26 janv. 2007, n° 05-21.378, JCP G, 2007, IV, 2615).

⁸⁵² V. E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *Journal of Finance*, mai 1970, p. 383.

le cours de bourse actuel est la meilleure estimation de la valeur intrinsèque d'une action et que les mouvements futurs du cours seront aléatoires⁸⁵³, et que toute prédiction des cours de bourse futurs, à travers l'utilisation de la valeur intrinsèque dans le but de déterminer si les actions ne sont pas sous-évaluées ou surévaluées, est sans intérêt. Plus précisément, l'on distingue toutefois, trois formes d'efficience : la forme faible, la forme semi-forte et la forme forte. Dans la forme faible, les cours passés n'apportent aucune information quant aux tendances futures. Dans la forme semi-forte, le cours reflète toute l'information publiquement disponible, de sorte qu'il est inutile pour un investisseur d'analyser l'information publiquement disponible relativement à une société afin de prédire le cours futur et espérer faire mieux que le marché. Dans la forme forte, le cours reflète toute l'information existante, même si elle n'est pas publiquement disponible, de sorte que même les investisseurs avec un accès à l'information non publiquement disponible ne peuvent faire mieux que le marché.

380 - **Théorie de l'efficience informationnelle, fondement de la théorie de l'altération de cours.**

Il faut bien voir qu'historiquement, la théorie de l'altération du cours n'a pu être adoptée aux Etats-Unis en cas de fraude sur le marché qu'à la suite de l'émergence, dans la finance moderne, de la théorie de l'efficience informationnelle du marché, à la suite des travaux de M. Eugène Fama dans les années 1960 et 1970. Cette théorie repose, en effet, directement sur celle l'efficience informationnelle du marché : c'est évidemment parce qu'on considère que le cours reflète l'information publique qu'on accepte d'indemniser un investisseur de la surévaluation ou de la sous-évaluation causée par l'information litigieuse. Saisissant l'opportunité qu'offrait cette nouvelle théorie en droit financier, MM. Daniel Fischel et Franck Easterbrook ont ainsi été les pionniers, dans les années 1970 et 1980, de l'utilisation de la théorie de l'efficience des marchés dans ce domaine, et notamment en matière de fraude sur le marché, par diverses contributions, devenues aujourd'hui des articles de référence⁸⁵⁴.

⁸⁵³ V. E. Fama, *Random Walks in Stock Market Prices*, *Fin. Analysts J.*, sept.-oct. 1965, p. 55.

⁸⁵⁴ V., par exemple, F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 *U. Chi. L. Rev.* 611 (1985) ; des mêmes auteurs, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 *Harv. L. Rev.* 1161 (1981). *Adde* D.R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 *Bus. Law.* 1 (1982-1983) ; du même auteur, *Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud On the Market Theory*, 74 *Cornell. L. Rev.* 907 (1988-1989), défendant le maintien de la théorie de la fraude sur le marché et de l'efficience informationnelle des marchés, en dépit de la crise financière de 1987 ; du même auteur, *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, 57 *Tex. L. Rev.* 1 (1978) ; du même auteur, *The Law and Economics of Dividend Policy*, 67 *Va. L. Rev.* 699 (1981). V. également M.J. Kaufman, *Loss Causation: Exposing a Fraud on Securities Law Jurisprudence*, 24 *Ind. L. Rev.* 357 (1990-1991) ; H. Kripke, *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation In Search of a Purpose*, p. 83 à 88 et p. 96 à 107, 1979, critiquant la SEC pour ne pas avoir intégré la

Dans les années qui suivirent, d'autres auteurs leur ont emboîté le pas et ont développé leur réflexion puisque, tout en défendant la théorie de la fraude sur le marché, ils en ont davantage montré les limites⁸⁵⁵.

b - La remise en cause de la théorie de l'efficience informationnelle

381 - **La remise en cause de la théorie de l'efficience informationnelle.** Aujourd'hui, et déjà depuis de nombreuses années⁸⁵⁶, la validité de la théorie de l'efficience informationnelle est toutefois largement contestée. La littérature en la matière est innombrable mais elle met en évidence, pour l'essentiel, que l'efficience informationnelle des marchés est inconstante et limitée, car dépendante des facteurs humains, d'où une tendance à des réactions irrationnelles, disproportionnées et à des comportements moutonniers, comme l'a fort bien montré la finance comportementale. En outre, il est fréquemment fait observer que, paradoxalement, la théorie ne fonctionne que si les analystes financiers n'y croient pas, car ce sont leurs efforts pour faire mieux que le marché qui le rendent efficient. Enfin, il a été montré que la théorie ne se vérifie généralement plus dans un contexte de bulle financière⁸⁵⁷. Les travaux les plus éclairants et les plus complets en la matière sont sans doute ceux réalisés, sur une trentaine d'années, par

théorie de l'efficience des marchés dans les obligations de transparence qu'elle édicte ; M.G. Pickhol & E.B. Horahan, *The SEC's Version of the Efficient Market Theory and its Impact on Securities Law Liabilities*, 39 *Wash. & Lee L. Rev.* 943 (1982) ; C.P. Saari, *The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry*, 29 *Stan L. Rev.* 1031 (1976-1977) ; R.J. Dennis, *Materiality and the Efficient Capital Market Model: A Recipe from the Total Mix*, 25 *Wm. & Mary L. Rev.* 373 (1983). *Contra* M.V. Sachs, *The Relevance of Tort Law Doctrines to Rule 10b-5: Should Careless Plaintiffs Be Denied Recovery?*, 71 *Cornell L. Rev.* 96 (1985), en faveur du maintien de l'exigence de *reliance*.

⁸⁵⁵ V. notamment B. Cornell & R.G. Morgan, *Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases*, 37 *UCLA L. Rev.* 883, 897-98 (1990) ; W.J. Carney, *The Limits of the Fraud on the Market Doctrine*, 44 *Bus. Law.* 1259 (1988-1989) ; J.H. Arlen & W.J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, *U. Ill. L. Rev.* 691 (1992) ; A.L. Merritt, *A Consistent Model of Loss Causation in Securities Fraud Litigation: Suiting the Remedy to the Wrong*, 66 *Tex. L. Rev.* 469 (1987-1988), faisant observer que la théorie de la fraude sur le marché ne doit pas s'appliquer aux investisseurs s'étant véritablement fondés sur l'information défectueuse, ceux-ci devant être indemnisés de la totalité de leurs pertes et pas seulement d'une altération du cours ; J.R. Macey, *The Fraud on the Market Theory: Some Preliminary Issues*, 74 *Cornell L. Rev.* 923 (1988-1989), et J.R. Macey & G.P. Miller, *The Fraud-on-the-Market Theory Revisited*, 77 *Va. L. Rev.* 1001 (1991), en faveur de l'application la théorie de la fraude sur le marché, mais dans une perspective contractuelle de négociation entre l'émetteur et les investisseurs sur le niveau d'information délivrée. *Contra* P.G. Mahoney, *Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets*, 78 *Va. L. Rev.* 623 (1992), s'opposant à la théorie de la fraude sur le marché et plaidant pour le maintien de la *reliance*, bien plus efficace au regard de l'objectif de dissuasion.

⁸⁵⁶ V. déjà, par exemple, L.A. Bernstein, *In Defense of Fundamental Investment Analysis*, *Fin. Analysts J.*, janv.-févr. 1975, p. 57, montrant que le marché est parfois efficient et parfois, au contraire, irrationnel.

⁸⁵⁷ V., notamment, W.O. Fisher, *Does the Efficient Market Theory Help Us Do Justice in a Time of Madness?*, 54 *Emory L.J.* 843 (2005), montrant les limites de l'application de la théorie de l'efficience et donc de la théorie de la fraude sur le marché pendant la bulle spéculative de 1998 à 2001

les professeurs Ronald Gilson et Reinier Kraakman à travers une série d'articles⁸⁵⁸. Tout en défendant la théorie de l'efficacité informationnelle, ils en ont montré les limites et la relativité au regard du caractère omniprésent et systématique des comportements irrationnels des investisseurs au sein du marché, et du fait que l'arbitrage, étant risqué et limité, se révélait incapable de restaurer la rationalité au sein du marché.

382 - **Effet limité sur la théorie de l'altération de cours.** Pour certains auteurs, la finance comportementale, en contestant la théorie de l'efficacité des marchés, a également remis en cause celle de la fraude sur le marché⁸⁵⁹. Toutefois, comme le fait observer une partie de la doctrine américaine, notamment M. Donald Langevoort⁸⁶⁰, même si les économistes continuent de débattre de la validité générale de la théorie de l'efficacité des marchés, cela ne s'oppose pas à ce que la théorie de la fraude sur le marché puisse continuer d'être appliquée. En effet, comme l'ont montré avec beaucoup de force MM. Ronald Gilson et Reinier Kraakman dans les articles précités, l'efficacité n'est qu'une notion relative et non pas absolue. Dès lors, la question n'est pas de savoir si le marché est, de manière générale, toujours efficace, comme a pu l'exiger parfois la jurisprudence américaine, mais de déterminer si et dans quelle mesure il l'a été, au cours de la période d'information défectueuse, entraînant ou non une déformation du cours de bourse⁸⁶¹. Nous partageons cette

⁸⁵⁸ V., en dernier lieu, R.J. Gilson et R.H. Kraakman, *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*, Stanford Law School, Working Paper No. 458, 2014, disponible sur SSRN; et auparavant des mêmes auteurs, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, Stanford Law School, Working Paper No. 270, 2003, disponible sur SSRN, et *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 *Va. L. Rev.* 549 (1984).

⁸⁵⁹ V. L.E. Ribstein, *Fraud on a Noisy Market*, 10 *Lewis & Clark L. Rev.* 137, 138 (2006). Adde F.C. Dunbar & D. Heller, *Fraud on the Market Meets Behavioral Finance*, 31 *Del. J. Corp. L.*, 455, 504 (2006), faisant observer que certains investisseurs – les spéculateurs rationnels – ne se fient pas à l'intégrité du marché, mais parient au contraire sur le fait qu'ils peuvent vendre leurs titres avant que la connaissance générale par le public de la fraude fasse chuter le cours de bourse.

⁸⁶⁰ D.C. Langevoort, *Theories, Assumptions and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, 140 *U. Pa. L. Rev.* 851 (1992); du même auteur, *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, 97 *Nw. U. L. Rev.* 135 (2002); du même auteur, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, *Wisconsin L. Rev.* 151, 173-74 (2009). V. également, dès 1991, J.R. Macey, G.P. Miller, M.L. Mitchell & J.M. Netter, *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, 77 *Va. L. Rev.* 1017, 1018 (1991), indiquant que ce n'est pas l'efficacité générale du marché qui importe, mais de savoir si le cours a été ou non déformé par l'information litigieuse. Dans le même sens, E. Chamblee Burch, *Reassessing Damages in Securities Fraud Class Actions*, 66 *Md. L. Rev.* 348 (2007); J.D. Cox, *Understanding Causation in Private Securities Lawsuits: Building on Amgen*, 66 *Vanderbilt Law Rev.* 1719 (2013), en faveur d'une évaluation empirique de l'efficacité pour chaque cas d'espèce.

⁸⁶¹ Citons également Mme Barbara Black qui défend la présomption sous-tendant la théorie de la fraude sur le marché pour des motifs de politique juridique. Elle estime en effet que, peu important la validité de la théorie de l'efficacité informationnelle du marché au regard des apports de la finance comportementale, il est plus raisonnable pour un investisseur de se fier au cours de bourse que de dépenser son temps et son énergie à la lecture de documents financiers longs et complexes. V. B. Black, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, 44 *Loyola University Chicago Law Journal* 1493, 1499-1508 (2013): « it does not make sense for investors to spend their time poring through lengthy and densely-

analyse, frappée au coin du bon sens, et estimons que, si la mise en évidence de la relativité de l'efficience d'un marché est venue certes fragiliser la théorie de l'altération du cours, elle ne l'a pas pour autant rendue obsolète de manière générale⁸⁶². L'application devra en être faite au cas par cas. D'autres arguments s'opposent, en revanche, bien plus sérieusement, à la certitude du préjudice d'altération du cours, quant à la technique des études d'événement, utilisée pour l'évaluer.

2 - La controverse sur les études d'événement

383 - **La controverse sur les études d'événement.** Les études d'événement⁸⁶³, couramment utilisées pour évaluer le préjudice d'altération de cours, si elles reposent sur une méthode bien définie (a), souffrent toutefois de nombreuses lacunes (b).

a - La méthode des études d'événement

384 - **Etudes d'événement : méthode fondée sur une approximation de la valeur théorique à partir de la variation historique des cours, et non sur une actualisation des flux futurs.** Aux Etats-Unis, les actions collectives commencent généralement à l'occasion d'une baisse brutale du cours de bourse d'une grande société cotée et, comme on l'a dit, le préjudice généralement allégué est celui de surévaluation, soit la différence entre le prix d'achat surévalué et la valeur intrinsèque (ou encore théorique ou fondamentale) du titre (*out-of-pocket damage*), qui n'est autre que le montant de la surévaluation dudit titre à chaque instant.

written disclosure documents. Investors get information from many sources; perhaps their investing is informed by advice from their financial advisers, by reading financial articles, by internet chat rooms. Given the variety and complexity of available information, the difficulty of evaluating this information, and the many other demands placed on investors' time and energy, investors can reasonably decide it is sensible to treat stock prices as indicative of the stock's value ». Dans le même sens, B. Cornell & J.C. Rutten, *Market Efficiency, Crashes and Securities Litigation*, 81 *Tul. L. Rev.* 443, 449 (2006) : « *reliance on the integrity of the market price is sensibly presumed...if the market bears enough hallmarks of efficiency that investors, mindful of the costs they would incur if they went out and conducted their own research into stock values, reasonably could decide instead to treat the market's price as indicative of fair value* ». Mme Barbara Black estime également que les actions collectives boursières, peu importantes, ne peuvent garantir une indemnisation et une dissuasion minimales et que seul le Congrès peut revenir sur la théorie de la fraude sur le marché (B. Black, *Eliminating Securities Fraud Class Actions under the Radar*, *Colum. Bus. L. Rev.* 802, 817-18 (2009)).

⁸⁶² Cette idée a également été reprise en droit français par N. Spitz, *op. cit.*, n° 572.

⁸⁶³ V., en France, rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., p. 64 et s., et p. 100 et s. ; M. Nussenbaum et T. Guérineau, *Les manipulations de cours : l'apport des analyses statistiques*, *Option finance/Option Droit et affaires*, mai 2014, p. 24. Adde A. Grar, *Etude d'événement*, in *Encyclopédie des marchés financiers*, dir. Y. Simon, Economica, 1997, p. 462.

La difficulté réside ainsi dans la détermination de la valeur théorique du titre non seulement au moment de l'achat, mais également tout au long de la période d'information défectueuse ; la valeur théorique varie en effet, tout comme le cours de bourse lui-même, au cours du temps, en fonction de la situation de la société et de la situation économique en général⁸⁶⁴.

En principe, comme l'expliquent MM. William Bratton et Michael Wachter, en application de la théorie financière moderne, la valeur intrinsèque unitaire à chaque moment de la période d'information défectueuse devrait être calculée comme étant égale à la valeur actualisée des flux de trésorerie nets futurs estimés à partir de l'information exacte. Ils concèdent toutefois que cette estimation directe de la valeur fondamentale à partir de la situation, des perspectives de la société et de l'environnement extérieur est, en pratique, particulièrement délicate, incertaine et coûteuse, étant donné qu'elle doit être réalisée pour chaque instant de la période d'information défectueuse⁸⁶⁵. Aussi la jurisprudence américaine permet-elle aux demandeurs d'utiliser des modèles fondés non pas sur le calcul direct de la valeur fondamentale, mais sur la variation historique des cours de bourse, par la technique des études d'événement, qui constitue la méthode couramment utilisée aux Etats-Unis pour l'évaluation des préjudices et qui repose sur une méthode d'analyse statistique, ayant pour but d'isoler l'impact de l'information litigieuse sur le cours de bourse en neutralisant les autres facteurs ayant pu affecter le cours.

385 - Réalisation d'une étude d'événement. De manière simplifiée, une étude d'événement se réalise de la façon suivante⁸⁶⁶. Elle consiste d'abord pour l'expert à déterminer la période d'information défectueuse (ou « *période affectée* » ou « *période de référence* »), ce qui peut s'avérer extrêmement délicat, compte tenu de la complexité de la rectification informationnelle⁸⁶⁷. Elle consiste ensuite à élaborer une ligne de valeur (*value line*) qui

⁸⁶⁴ W.W. Bratton & M.L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 *U. Pa. L. Rev.* 69 (2011).

⁸⁶⁵ W.W. Bratton & M.L. Wachter, art. préc., p. 87. Ces auteurs citent notamment D.R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 *Bus. Law.* 1, 17 (1982), qui juge hasardeuse cette méthode d'évaluation directe de la valeur fondamentale : « *attempting to appraise the value of the security by analyzing asset value, earnings data, and other information is inherently speculative* » ; E. Bruegger & F.C. Dunbar, *Estimating Financial Fraud Damages with Response Coefficients*, 35 *J. Corp. L.* 11, 12-13, exprimant la même opinion et se prononçant en faveur des études d'événement, jugées plus fondées d'un point de vue scientifique.

⁸⁶⁶ V. rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., p. 69 et 70.

⁸⁶⁷ Cf. *infra*. Adde rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., p. 102.

représente théoriquement la vraie valeur de l'action, c'est-à-dire celle qu'elle aurait eue si les acheteurs avaient eu connaissance de la vérité, en se situant à la date de rectification de l'information et en utilisant alors une méthode de régression partant du cours suivant immédiatement cette rectification et reconstituant, à partir de l'évolution historique du cours de bourse, une valeur théorique pour chaque instant de la période d'information défectueuse. La ligne de valeur est, plus précisément, construite en recourant à une méthode statistique d'évaluation des actifs financiers fondée sur les données empiriques de rendement de l'action, issues d'une période durant laquelle l'information défectueuse n'avait pas impacté le cours de bourse (« *clean period* », soit « *période propre* » ou « *période non affectée* »)⁸⁶⁸ ; cette méthode vise généralement à établir une relation mathématique entre le rendement historique de l'action et deux autres facteurs : le rendement du marché dans son ensemble (c'est-à-dire le facteur bêta dans la méthode d'évaluation des actifs financiers⁸⁶⁹), et le rendement moyen d'une action du secteur d'activité concerné⁸⁷⁰. Cette relation mathématique est ensuite appliquée sur toute la période d'information défectueuse, afin de déterminer quels auraient été les rendements de l'action sans l'information défectueuse, ce qui permet d'obtenir la valeur intrinsèque pour chaque instant de ladite période⁸⁷¹. Enfin, le préjudice unitaire peut, dès lors, être calculé, pour chacun de ces instants, par la différence entre la ligne du cours de bourse historiquement observé (*market line*) et la ligne de valeur (*value line*) élaborée par l'expert.

b - Les lacunes des études d'événement

⁸⁶⁸ V., notamment, rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., p. 71 et s.

⁸⁶⁹ Le facteur bêta est le coefficient de sensibilité du rendement d'un titre par rapport à celui du marché dans son ensemble.

⁸⁷⁰ Cette étape peut nécessiter la construction d'un indice spécifique par l'expert, ce qui va généralement susciter un débat entre les experts. V. rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., p. 101.

⁸⁷¹ W.W. Bratton & M.L. Wachter, art. préc., p. 87, citant notamment V. B. Cornell & R.G. Morgan, *Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases*, 37 *UCLA L. Rev.* 883, 897-98 (1990). Adde D.R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases*, 38 *Bus. Law.* 1, 17-19 (1982) : « *the market model is based on the observable correlation between the return on a particular security and the return on the entire market when viewed over time. Once this historically observed correlation is determined, it is possible to predict what the return of a given security should be on a certain date given the return for the market as a whole* ». Adde rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., p. 102 et 103, indiquant qu'en cas de construction d'un indice spécifique pour la période propre, les experts vont avoir tendance à contester le fait qu'il puisse être encore valable pour la période d'information défectueuse : « *l'une des parties pourra faire valoir que des changements intervenus durant la période affectée – affectant le secteur de l'émetteur ou les marchés, ou tenant à l'émetteur lui-même – sont venus rompre la corrélation entre un ou plusieurs des titres inclus dans l'indice et l'émetteur* ».

386 - **Les lacunes des études d'événement.** Les lacunes propres aux études d'événement tiennent à la difficulté d'évaluer à la fois le préjudice individuel à travers l'impact sur le cours de bourse (i) et le préjudice total de la classe (ii).

i - Difficulté d'évaluation du préjudice individuel

387 - **Les divers facteurs de complexité relatifs à l'évaluation de l'impact sur le cours.** La méthode des études d'événement nécessite de déterminer l'impact du rétablissement de la vérité sur le cours de bourse, pour ensuite construire une droite de régression à partir d'une observation de l'évolution historique des cours de bourse.

Or, comme le font remarquer divers auteurs⁸⁷², de nombreux facteurs rendent la détermination de cet impact final particulièrement complexe. Ces facteurs ont rapport, d'abord, avec la rectification informationnelle elle-même. Premièrement, la rectification informationnelle peut se faire, non pas en un trait de temps, mais en plusieurs fois ou bien de manière progressive, ce qui complique considérablement le calcul de l'impact sur le cours⁸⁷³. Deuxièmement, la rectification peut comporter des informations négatives supplémentaires sans rapport avec les informations défectueuses antérieurement délivrées - la baisse de cours est alors causée par les deux types d'information - ou bien, mêler des informations positives avec l'information rectificative négative - cette pratique, dénommée « *bundling* », est utilisée par les émetteurs pour tenter de masquer la révélation d'informations négatives. Troisièmement, le marché lui-même peut avoir anticipé le caractère défectueux des informations délivrées, et l'avoir déjà intégré au cours de bourse. Il est alors, dans toutes ces situations, particulièrement difficile de concevoir le scénario contre-factuel, c'est-à-dire d'imaginer ce qui se serait passé sans défectuosité initiale de l'information⁸⁷⁴. Toutes ces raisons rendent également fort délicate la

⁸⁷² V. notamment W.W. Bratton & M.L. Wachter, art. préc., p. 89 et s. En France, v. B. Deffains et F. Stasiak, *Les préjudices résultant des infractions boursières, approche juridique et économique*, in *Le droit au défi de l'économie*, dir. Yves Chaput, Coll. Droit économique, Publications de la Sorbonne 2002, p. 177, spéc. p. 185 et 186, qui estiment que la détermination du véritable prix est une « *mission impossible* » pour le juge, car « *compte tenu du grand nombre de variables qui ont pu influencer le cours du titre, même les outils les plus sophistiqués de la théorie financière ne permettent d'établir qu'une estimation approximative de la perte réellement subie par les investisseurs lésés* », et s'interrogent ainsi sur l'opportunité d'introduire des dommages-intérêts punitifs en droit boursier français.

⁸⁷³ V., notamment, B. Cornell & R.G. Morgan, art. préc., p. 893 et 894.

⁸⁷⁴ Sur le problème contrefactuel, v. B. Cornell & R.G. Morgan, art. préc., p. 896 et 897, et 911 ; F.C. Dunbar & A. Sen, *Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class-Action Lawsuits*, *Wisconsin L. Rev.* 199, 213-21 (2009) ; D.C. Langevoort, *Compared to What? Econometric Evidence and the Counterfactual Difficulty*, 35 *The Journal of Corporation Law* 183 (2009).

délimitation de la période d'information défectueuse. Ces facteurs peuvent également avoir rapport avec la baisse de cours elle-même. Premièrement, la baisse du cours peut provenir d'autres facteurs que la rectification de l'information ; plus la période d'information défectueuse est étendue, plus des événements extérieurs ont pu affecter le cours de bourse⁸⁷⁵. Il existe d'ailleurs un débat important parmi les économistes pour savoir quelles sont les méthodes d'études d'événement les plus efficaces pour éliminer l'influence autre que celle de l'information défectueuse⁸⁷⁶. Deuxièmement, la baisse du cours de bourse peut être amplifiée par une surréaction des investisseurs (effet « *crash* »)⁸⁷⁷, et notamment par l'appréciation négative nouvelle portée par le marché sur les dirigeants de la société⁸⁷⁸.

En outre, le calcul de l'impact sur le cours de bourse pour chaque période de l'information défectueuse est également sujet à d'âpres discussions entre les experts. Ils contestent, d'une part, la relation mathématique établie entre le rendement historique de l'action et les deux autres facteurs, que sont le rendement du marché dans son ensemble (c'est-à-dire le facteur bêta dans la méthode d'évaluation des actifs financiers), et le rendement moyen d'une action du secteur d'activité concerné. Quand bien même ils la considèrent historiquement valable, ils

⁸⁷⁵ E. Chamblee Burch, art. préc., précise que les tribunaux doivent donc s'assurer que les experts ont bien extrait ces facteurs de leurs calculs, le meilleur moyen étant, pour ce faire et plus généralement, l'utilisation systématique du test *Daubert*. V., à ce sujet, du même auteur, *Comment, Between 'Merit Inquiry' and 'Rigorous Analysis': Using Daubert to Navigate the Gray Areas of Federal Class Action Certification*, 31 *Fla. St. U. L. Rev.* 1041, 1051-54 (2004), estimant que le test *Daubert* devrait être utilisé à un stade très précoce de la procédure. Dans l'affaire *Daubert*, la Cour suprême a, en effet retenu, quatre critères de validité d'une preuve ou d'une théorie scientifique, que l'on qualifie de « *test Daubert* » : les résultats des tests empiriques ; la notoriété de la théorie par sa publication dans des revues spécialisées faisant autorité ; le niveau suffisamment faible de la marge d'erreur ; et le degré d'admission de la théorie par les experts (*Daubert v. Merrell Dow Pharms., Inc.*, 509 U.S. 579 (1993) ; v. également *Kumho Tire Co. v. Carmichael*, 526 U.S. 137 (1999)) V., à ce sujet, N. Spitz, *op. cit.*, n° 572.

⁸⁷⁶ V. ainsi J.B. Gelbach *et al.*, *Valid Inference in Single-Firm, Single-Event Studies* 2, *Robert Day Sch. Working Paper No. 2009-17*, 2009, disponible sur SSRN, critiquant les études d'événement ne portant que sur une seule société et un seul événement (*single-firm, single-event studies*).

⁸⁷⁷ V. D.C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, *Wisconsin L. Rev.* 151, 180 (2009), considérant que les études d'événement ne fournissent pas une valeur appropriée de l'action parce que le bruit et les réactions irrationnelles des investisseurs peuvent affecter le cours de bourse. Le plafonnement prévu par l'article 21D(e) issu du *PSLRA* vient toutefois réduire ce problème (v. notamment, sur ce point, D.C. Langevoort, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 *Ariz. L. Rev.* 639 (1996)). V., également, B. Lev & M. de Villiers, *Stock Price Crashes and 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis*, 47 *Stan. L. Rev.* 7 (1994), considérant que la soustraction de l'effet « *crash* » du cours de bourse permet une meilleure estimation de la véritable valeur que le « *crash price* », qui constitue une mesure impropre du préjudice. Adde R.A. Funnerton, *Market Overreaction and Loss Causation*, 62 *Bus. Law.* 89 (2006). En droit français, sur le préjudice de surréaction, v. les réflexions de N. Spitz, *op. cit.*, n° 369 et s.

⁸⁷⁸ Plusieurs études américaines ont confirmé ce phénomène. V., par exemple, J.M. Karpoff *et al.*, *The Cost to Firms of Cooking the Books*, 43 *J. Fin. & Quantitative Analysis* 581, 582 (2008), calculant qu'entre 1978 et 2002 la perte de réputation représentait environ soixante-sept pour cent de la baisse du cours suivant la rectification ; B. Cornell & J.C. Rutten, *Collateral Damage and Securities Litigation*, *Utah L. Rev.* 717, 723-27 (2009) ; A. Ferrell & A. Saha, *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 63 *Bus. Law.* 163, 168-170 (2007), identifiant les éléments extérieurs à l'information défectueuse participant à la baisse du cours.

contestent, d'autre part, son application à la période d'information défectueuse, au motif que les caractéristiques de l'émetteur et du secteur d'activité concerné ont changé.

ii - Difficulté d'évaluation du préjudice total

388 - **Les divers facteurs de complexité relatifs au caractère collectif du marché.** Le caractère collectif du marché est également un facteur de complexité important. En effet, quand bien même l'on parvient à calculer l'impact de la fraude sur le cours de bourse, il faut encore procéder à l'évaluation du préjudice total de la classe (*aggregate damages*)⁸⁷⁹. Premièrement, la méthode d'évaluation du préjudice doit prendre en compte les *in-and-out traders*, c'est-à-dire les nombreux investisseurs qui achètent et vendent pendant la période d'information défectueuse⁸⁸⁰, et fournir un mécanisme collectif pour calculer leur préjudice net (en compensant profits et pertes)⁸⁸¹. Plusieurs méthodes de nature collective, fondées sur des modèles de négociation (« *trading models* »), ont été proposées pour ce faire, mais leur fiabilité tend à être remise en cause par les tribunaux en faveur d'une approche individuelle et historique, prenant en compte les négociations réellement effectuées par chaque investisseur⁸⁸². Deuxièmement, dans un système d'*opt out*, le nombre d'actions détenues par

⁸⁷⁹ V., de manière générale, J. Koslow, *Estimating Aggregate Damages in Class-Action Litigation Under Rule 10b-5 for Purposes of Settlement*, 59 *Fordham L. Rev.* 811 (1991), observant que les modèles basés sur la théorie financière n'évaluent pas précisément le préjudice global de la classe. V. également, sur ce point, J.C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation*, 106 *Colum. L. Rev.* 1536, 1565-66 (2006).

⁸⁸⁰ D.R. Fischel et D. Ross, *The Use of Trading Models to Estimate Aggregate Damages in Securities Fraud Litigation: A Proposal for Change*, in *Securities Class Actions: Abuses and Remedies*, The National Legal Center for the Public Interest, 1994, montrent combien il est important de prendre en compte les *in-and-out traders*, en prenant un exemple dans lequel 23 % des actions concernaient ce type d'investisseurs.

⁸⁸¹ V. notamment J. Koslow, *Estimating Aggregate Damages in Class-Action Litigation Under Rule 10b-5 for Purposes of Settlement*, 59 *Fordham L. Rev.* 811, 831-34 (1991), proposant à la fois une méthode fondée sur un modèle de négociation proportionnel (*proportional trading model*), selon lequel les actions de la classe ont autant de chances d'être vendues ensuite que les autres actions, et une méthode fondée sur un modèle de négociation accéléré (*accelerated trading model*), selon lequel les actions de la classe ont une probabilité moindre d'être vendues que les autres actions. Pour une description plus élaborée et mathématique des différents modèles, v., notamment, M. Barclay & F.C. Torchio, *A Comparison of Trading Models Used for Calculating Aggregate Damages in Securities Litigation*, *Law & Contemp. Probs* 105, 117-18 (2001) ; R.A. Alessi, *The Emerging Judicial Hostility to the Typical Damages Model Employed by Plaintiffs in Securities Class Action Lawsuits*, 56 *Bus. Law.* 483 (2001). Adde J.C. Alexander, *The Value of Bad News in Securities Class Actions*, 41 *UCLA L. Rev.* 1421, 1458-62 (1994), affirmant que les transactions des *in-and-out traders* doivent être estimées selon une méthode statistique, à partir des demandes individuelles, plutôt que selon un *proportional trading model*.

⁸⁸² V. rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., p. 103 et 104.

les investisseurs parties à l'action collective est difficile à déterminer précisément⁸⁸³. L'on observera enfin qu'il peut être difficile d'allouer un pourcentage de faute et donc de préjudice à chaque défendeur lorsque plusieurs défendeurs ont participé à la défectuosité de l'information⁸⁸⁴.

389 - Synthèse. Il est vrai qu'en droit français, la certitude du préjudice n'est qu'une notion relative, exigeant de fait non pas que l'existence du préjudice soit véritablement « certaine », mais qu'elle présente « une probabilité suffisante », de même que le principe de réparation intégrale, qui s'apparente davantage à un principe d'équivalence que d'identité entre préjudice et indemnisation. Ainsi, le débat sur la validité de la théorie de l'efficience informationnelle ne nous paraît pas, à cet égard, décisif : peu importe l'efficience générale du marché concerné, il suffit que l'information défectueuse ait déformé le cours de bourse. En revanche, les facteurs de complexité du calcul du préjudice, selon la méthode d'altération du cours, sont nombreux et profonds, de sorte qu'il n'existe pas de consensus sur la théorie à utiliser aussi bien au sein des économistes que des experts, dont l'intervention, pourtant indispensable, aboutit à des résultats extrêmement variables⁸⁸⁵. L'évaluation apparaît ainsi en bonne partie hypothétique, et ce alors même que les coûts d'expertise peuvent être très élevés et que cet important pouvoir donné à l'expert conduit à un certain dessaisissement du juge⁸⁸⁶.

⁸⁸³ Par exemple, si le taux de rotation est de 100 % par an, il se peut que seulement 10 % des actions soient concernées et qu'elles aient été échangées dix fois ou bien, à l'opposé, que toutes les actions soient concernées, n'ayant été échangées qu'une seule fois.

⁸⁸⁴ V. E. Bruegger & F.C. Dunbar, art. préc., p. 14.

⁸⁸⁵ J.C. Alexander, *The Value of Bad News in Securities Class Actions*, 41 *UCLA L. Rev.* 1421 (1993-1994) : « expert testimony is required to calculate damages, and that testimony is contradictory even when the experts purport to be using the same methodology » ; du même auteur, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, 48 *Stan. L. Rev.* 1487, 1491-92 (1996), « the value line calculations of the experts for the two sides can differ greatly, even where they are using the same methodology » ; K.R. Cone & J.E. Laurence, *How Accurate are Estimates of Aggregate Damages in Securities Fraud Cases?*, 49 *Bus. Law.* 505 (1994) ; J. Finnerty & G. Pushner, *An Improved Two-Trader Model for Measuring Damages in Securities Fraud Class Actions*, 8 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 213, 215 (2003).

⁸⁸⁶ V. ainsi, en matière économique, F. Bélot, art. préc., p. 13, citant F.-X. Testu, *Présentation générale*, in *L'expertise*, dir. M.-A. Frison-Roche et D. Mazeaud, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 1995, p. 5 : *alors que cet avis ne saurait s'imposer à lui, la pratique laisse apparaître que, souvent, le rôle de l'expert est devenu déterminant et qu'il y a, dans une certaine mesure, un "glissement de plume de l'expert du fait au droit". Ainsi, observe-t-on que le juge se contente souvent d'exercer un simple contrôle de régularité sur l'expert qui, finalement, décide. Il arrive même que le juge s'approprie l'avis d'un expert qui a excédé sa mission. En matière d'évaluation du préjudice économique, selon un auteur, "le juge serait l'expert du droit à côté de l'expert du fait" ». Adde, plus généralement, *Incertitude et expertise*, art. préc., p. 67, observant qu'« en France, l'expert a un pouvoir considérable qui n'est pas sans lien avec le caractère unilatéral de la puissance publique. A telle enseigne que dans certains domaines très spécialisés, les experts risquent de se substituer en réalité au juge. Les parties peuvent être assistées de leurs propres experts et donc avoir un débat avec l'expert désigné et critiquer son rapport, mais il n'y a pas d'outil judiciaire leur permettant d'enquêter », et que ce dessaisissement peut ainsi confiner à une abdication du pouvoir judiciaire.*

L'on s'étonnera d'ailleurs qu'un courant important de la doctrine française milite en faveur de l'adoption de la théorie de l'altération du cours sur le modèle américain, en faisant en grande partie l'impasse sur ces difficultés⁸⁸⁷, même si certains se détachent toutefois de ce courant⁸⁸⁸. Un certain nombre d'auteurs américains estiment ainsi que, faute de relatif consensus scientifique sur la question, la certitude sur l'exactitude des valeurs calculées est particulièrement faible⁸⁸⁹. On l'a vu, M. John Coffee est même allé à cet égard jusqu'à parler de « *préjudices fantômes* », dont l'existence reposait uniquement sur des expertises économiques⁸⁹⁰. Il nous semble, dès lors, que le préjudice d'altération du cours, à défaut de présenter une probabilité suffisante, doit être rejeté au regard de son caractère incertain⁸⁹¹.

⁸⁸⁷ V. notamment N. Spitz, *op. cit.*, *passim* ; Ch. Clerc, art. préc. ; D. Martin, *Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard*, in *Mélanges AEDBF-France VI*, dir. A. Gourio et J.-J. Daigre, RB éd., 2013, p. 399, spéc. p. 412 ; du même auteur, *La réparation du préjudice des investisseurs en cas de fausse information*, JCP E, 9 sept. 2010, n° 36, 1777 ; du même auteur, *Quelques réformes souhaitables de la directive abus de marché*, RTDF, 2010/2, p. 30. K. Sergakis, *op. cit.*, p. 442 et s., propose pour sa part de s'inspirer de la théorie de la fraude sur le marché américaine pour faciliter la preuve de la causalité et du préjudice par l'investisseur. V., en dernier lieu, rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., qui s'est donné pour objectif de substituer à la perte de chance forfaitaire actuellement pratiquée par la jurisprudence française une réparation, par une méthode rigoureuse (proposition 1), de l'influence indûment exercée sur le cours par la diffusion de l'information fausse ou trompeuse (proposition 2), notamment en recourant « à des méthodes statistiques appropriées au premier rang desquelles figurent les études d'événement » (proposition 6). Or, il faut bien reconnaître que si ce rapport est particulièrement pertinent sur les défauts de la jurisprudence française actuelle relativement à la perte de chance forfaitaire, il peine à convaincre au regard du caractère approprié des études d'événement. Il y consacre seulement 11 pages sur un total de 104, et donne plutôt l'impression d'une forte incertitude méthodologique et d'un système américain dominé par des batailles, coûteuses et quelque peu artificielles, d'experts et d'avocats spécialisés. Il n'atteint ainsi pas l'objectif qu'il s'était initialement fixé. V., sur ce rapport, J. Klein, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées. Pour une meilleure appréhension du préjudice subi par les victimes*, JCP G, 13 avr. 2015, n° 15, p. 738.

⁸⁸⁸ V., ainsi, J. Chacornac, *op. cit.*, n° 873 et s., relevant notamment les incertitudes de l'expertise. Adde A. Gaudemet, *Réparation du préjudice boursier : l'hypothèse d'une politique jurisprudentielle*, Bull. Joly Bourse, juill. 2014, n° 7, p. 340, reprenant la thèse de cet auteur et préférant l'aléa du juge dans l'évaluation de la perte de chance à l'aléa de l'expert dans l'évaluation de la perte financière. Adde D. Schmidt, *De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés « cotées » in bonis*, in *Études de droit privé : mélanges offerts à Paul Didier*, avant-propos M. Germain, préf. J. Foyer, Economica, 2008, p. 383, spéc. p. 385 et s., mettant en doute le caractère certain du préjudice d'altération du cours compte tenu notamment des multiples facteurs agissant sur le cours.

⁸⁸⁹ V. notamment W.W. Bratton & M.L. Wachter, art. préc., p. 89 et s. ; E. Chamblee Burch, *Reassessing Damages in Securities Fraud Class Actions*, 66 *Md. L. Rev.* 348 (2007), considérant notamment que les études d'événement ne parviennent pas à prendre en compte de manière satisfaisante les facteurs de la baisse de cours. Contra S. Bhagat & R. Romano, *Event Studies and the Law, Part I: Technique and Corporate Litigation, Part II: Empirical Studies and Corporate Law*, Yale Law School, John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy Working Papers, n° 259 et 260, avr. 2001, particulièrement favorables à l'utilisation des études d'événement.

⁸⁹⁰ Cf. *supra*.

⁸⁹¹ V. *Incertitude et expertise*, art. préc., p. 69 : « le modèle de l'expertise unique devient beaucoup plus fragile lorsque le domaine concerné ne fait pas l'unanimité de la communauté scientifique. Il faut tout d'abord savoir qu'une telle controverse existe (ce qui est fréquemment nié par les experts choisis). Comment y faire face ? Solliciter une contre-expertise ? Le juge risque d'arbitrer des controverses scientifiques voire de se consacrer comme instance ultime de déontologie scientifique, tâche à laquelle le juge n'est pas préparé. D'un risque d'abdication de son pouvoir, le juge se voit guetté par le risque symétrique d'intrusion dans des domaines qu'il ne connaît pas. C'est finalement le statut du droit comme méta-discours, du procès comme instance d'intertextualité ou d'inter-narrativité qui est en jeu ».

Il doit l'être également parce qu'il est, pour l'essentiel, déjà réparé par le marché.

Sous-section II - Un préjudice réparé par le marché

390 - **La faible efficacité de la fonction réparatrice sur le marché secondaire : un préjudice déjà réparé par le marché.** Il s'avère que compte tenu des caractéristiques du marché secondaire – et notamment la diversification des investisseurs – (**Paragraphe 1**), l'efficacité de la fonction réparatrice y est particulièrement faible, le préjudice étant, de fait, déjà réparé en grande partie par le marché pour un investisseur diversifié (**Paragraphe 2**). Précisons que, par commodité, nous procéderons à cette démonstration en nous appuyant sur le cas particulier de l'information publique défectueuse, en ce qu'il présente une plus grande clarté conceptuelle. Nous constaterons toutefois ensuite qu'elle s'applique également, en grande partie, en matière de manipulation de cours et d'opération d'initié⁸⁹².

Paragraphe 1 - Les caractéristiques du marché secondaire

391 - **Les caractéristiques du marché secondaire au regard de la fonction réparatrice.** Au regard de la fonction réparatrice, le marché secondaire présente deux caractéristiques majeures, qui viennent en affaiblir l'efficacité : la commission de la faute d'information par un tiers (**A**), et la diversification des investisseurs (**B**).

A - La faute d'information d'un tiers

392 - **Une caractéristique du marché secondaire : la faute d'information commise par un tiers à la transaction.** Au risque d'être redondant, il nous faut répéter que, selon nous, une des caractéristiques majeures du marché secondaire au regard de la responsabilité civile est que la faute d'information défectueuse y est commise par un tiers (émetteur, dirigeants sociaux, commissaires aux comptes, analystes financiers, agences de notation), et non par une des contreparties à la transaction boursière. L'anonymat du marché boursier, qui fait que ces contreparties ignorent qu'elles le sont, empêche en effet toute information de l'une par l'autre.

⁸⁹² Cf. *infra*.

La conséquence de cet état de fait, dont la constatation est pourtant évidente et d'une grande simplicité théorique, est fondamentale : en cas de préjudice de surévaluation par exemple, pour chaque acheteur qui a payé une action cinq euros de plus que sa valeur intrinsèque et qui a donc subi un préjudice de cinq euros, il y a un vendeur ayant vendu cinq euros de plus que la valeur intrinsèque de l'action et ayant donc réalisé un gain de cinq euros.

B - La diversification des investisseurs

393 - **La technique de la diversification.** Après avoir rappelé les fondements théoriques de la technique de la diversification (1), nous nous intéresserons à la pratique de la diversification, ce qui nous permettra de constater le caractère généralement diversifié des investisseurs (2).

1 - Les fondements théoriques de la diversification

394 - **Les piliers de la théorie financière moderne. La théorie du portefeuille et le modèle d'évaluation des actifs financiers.** Les développements de la théorie financière moderne, au premier rang desquels figure la théorie du portefeuille, constituent un apport fondamental au titre de notre travail. MM. Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau expliquent ainsi, dans leur ouvrage d'analyse économique du droit⁸⁹³ que, dès 1952, les travaux de Markovitz ont donné naissance à la théorie financière moderne en développant la théorie du portefeuille : « *en insistant sur l'importance du risque et du rendement dans les décisions d'investissement, Markovitz expliquait formellement le rôle de la diversification dans les placements. Fondamentalement, la théorie montrait que les investisseurs pouvaient constituer des portefeuilles efficaces maximisant le rendement tout en réduisant, voire en éliminant les risques* »⁸⁹⁴. Ils expliquent également que quelques années plus tard, la théorie du portefeuille a été encore affinée par Sharpe et Lintner : « *ces économistes ont élaboré le modèle d'évaluation des actifs financiers (Capital asset pricing model⁸⁹⁵) dont l'influence perdure encore de nos jours. La contribution du modèle consiste à préciser le lien entre le risque et le*

⁸⁹³ E. Mackaay & S. Rousseau, *Analyse économique du droit*, Dalloz, Thémis, coll. Méthodes du droit, 2^e éd., 2008.

⁸⁹⁴ E. Mackaay & S. Rousseau, *op. cit.*, n° 1984, citant H.M. Markovitz, *Potfolio Selection*, 7 *Journal of Finance* 77 (1952).

⁸⁹⁵ Dit « CAPM » ou « MEDAF » en français.

rendement en distinguant deux catégories de risque : le risque non systémique et le risque systémique. Le premier concerne les caractéristiques et les événements spécifiques à l'émetteur des titres qui influent sur sa valeur, tels que l'octroi d'un nouveau contrat, le déclenchement d'une grève ou l'obtention d'un brevet. Le second réfère à la sensibilité du titre au mouvement général du marché financier. L'intérêt de la distinction réside dans l'impact de la diversification sur ces deux catégories de risque. Selon le modèle, la diversification permet d'éliminer le risque non systémique. Elle n'affecte toutefois pas le risque systémique. Cela fait en sorte que les investisseurs ne peuvent espérer recevoir une prime, sous la forme d'un rendement plus élevé, pour assumer le risque non systémique. En revanche, ils obtiendront une prime pour financer le risque systémique. Ainsi, selon le modèle d'évaluation des actifs financiers, le rendement d'un titre ou d'un portefeuille est essentiellement tributaire du risque systémique. Autrement dit, l'investisseur qui souhaite avoir un rendement élevé doit accroître la portion systémique de son portefeuille »⁸⁹⁶.

Ainsi, en application du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), le rendement qu'un investisseur peut percevoir provient du risque systémique (ou risque de marché) qu'il accepte de supporter (risque qui affecte tous les titres cotés sur le marché dans une plus ou moins grande mesure, tels que les taux d'inflation, les conditions économiques générales), et non du risque non systémique (dit également spécifique, intrinsèque ou idiosyncratique), qui résulte d'événements affectant tel ou tel titre, et qui peut être éliminé par une stratégie prudente de diversification⁸⁹⁷. La diversification du portefeuille est, plus généralement, une stratégie classique de diversification des risques quels qu'ils soient, au-delà du seul domaine des marchés financiers.

⁸⁹⁶ E. Mackaay & S. Rousseau, *op. cit.*, n° 1986, citant W. Sharpe, *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, 19 *Journal of Finance* 425 (1964), et J. Lintner, *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, 47 *Review of Economics and Statistics* 13 (1965). Pour une explication plus mathématique de la théorie de la diversification d'un portefeuille d'actions, v. notamment D. Folus, *Actions : modélisation, évaluation, gestion*, in *Encyclopédie des marchés financiers*, dir. Y. Simon, Economica, 1997, p. 21 et 22, expliquant que la variabilité totale d'une action ou d'un portefeuille d'actions se décompose en une partie due à l'influence du marché (risque systématique ou systémique) et une partie due aux caractéristiques propres de l'action (risque spécifique), et que l'accroissement du nombre de titres du portefeuille fait diminuer le risque spécifique du portefeuille, le risque de portefeuille tendant asymptotiquement vers son risque systématique.

⁸⁹⁷ V. A.J. Davis, *The Investor Compensation Fund*, 33 *J. Corp. L.* 223, 227-228 (2007).

2 - La pratique de la diversification

395 - **Autre spécificité du marché secondaire : le caractère généralement diversifié des investisseurs**⁸⁹⁸. Diversifier son portefeuille, c'est-à-dire le composer d'un grand nombre de titres de sociétés différentes (voire d'autres instruments financiers), est une technique simple et classique permettant à un investisseur de se prémunir contre le risque non systémique, c'est-à-dire lié à un émetteur particulier et non au marché⁸⁹⁹. C'est, en quelque sorte, une application du proverbe recommandant de « *ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier* ». La diversification est ainsi une technique largement pratiquée par les investisseurs sur les marchés financiers.

C'est ce qu'estiment un grand nombre d'auteurs aux Etats-Unis. M. John Coffee fait ainsi remarquer qu'un grand nombre d'investisseurs sont diversifiés : les investisseurs de détail parce qu'ils investissent souvent à travers des fonds d'investissement soumis à des exigences de diversification ; les investisseurs sophistiqués parce qu'ils optent généralement pour des stratégies de diversification⁹⁰⁰. M. Merritt Fox fait exactement le même constat⁹⁰¹. M. Richard Booth estime même que la grande majorité des investisseurs américains sont diversifiés⁹⁰². Certains auteurs relativisent toutefois le degré de diversification des investisseurs aux Etats-Unis. Mme Alicia Davis fait ainsi observer qu'un bon nombre d'investisseurs de détail ne sont pas convenablement diversifiés alors qu'ils détiennent plus de 40 % de la valeur des actions

⁸⁹⁸ Par commodité, nous qualifierons les investisseurs détenant un portefeuille diversifié de « *diversifiés* ».

⁸⁹⁹ V. D. Folus, art. préc., p. 22 : « *en pratique, le modèle de marché permet plusieurs applications : fixer un objectif de risque pour un portefeuille, mesurer le caractère efficient d'un portefeuille en calculant la part de risque spécifique qu'il contient ou encore éliminer la composante de risque spécifique en diversifiant les actions contenues dans le portefeuille* ».

⁹⁰⁰ J.C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation*, 106 *Colum. L. Rev.* 1534, 1559 (2006) : « *clearly, most retail investors do diversify because they invest through mutual funds and pension funds, which are required by law to diversify. Large, sophisticated investors also understand the wisdom of diversification* ». V., déjà, J.H. Arlen & W.J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, *U. Ill. L. Rev.* 691, 719 (1992) : « *victims of Fraud on the Market are usually fully diversified investors, as are the shareholders who ultimately bear the costs under a rule of enterprise liability* ».

⁹⁰¹ M.B. Fox, *Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers do not Trade*, 2009 *Wisconsin L. Rev.* 297, 307 (2009) : « *many investors already have some or most of their equity investments in broadly based investment vehicles, such as index or mutual funds or broad-based 401(k) retirement accounts, or are otherwise highly diversified* ».

⁹⁰² R.A. Booth, *The Future of Securities Litigation*, 4 *J. Bus. & Tech. L.* 129 (2009) : « *a conservative estimate is that more than three quarters of all stock in the United States is held by well diversified investors* ». V. également, du même auteur, *The Missing Link Between Insider Trading and Securities Fraud*, 2 *J. Bus. & Tech. L.* 185, 189-190 (2007).

américaines⁹⁰³. Les autres auteurs ne contestent toutefois pas le fait que les investisseurs de détail, lorsqu'ils ne s'adressent pas à des fonds d'investissement, peuvent souvent être insuffisamment diversifiés. Quoi qu'il en soit, il apparaît en tout cas, que pour la majorité de la doctrine américaine, une grande partie des investisseurs, plus de la moitié en tout cas, sont bien diversifiés, pour l'essentiel soit parce qu'ils sont sophistiqués, soit, pour les investisseurs de détail, parce qu'ils ont souvent recours à des fonds d'investissement eux-mêmes diversifiés.

Qu'en est-il en France ? Les marchés financiers ne semblent pas se présenter sous un jour très différent : les investisseurs institutionnels et les investisseurs sophistiqués utilisent généralement les techniques classiques de diversification ; quant aux investisseurs de détail, leur diversification doit probablement rester en partie insuffisante, mais être en progression compte tenu de l'augmentation du recours aux organismes de placement collectif qui sont généralement diversifiés. En outre, comme le rappelle M. Arnaud Reygrobellet, la part des investisseurs de détail dans la composition des actionnaires des sociétés cotées, est beaucoup plus faible en France qu'aux Etats-Unis, et est de surcroît en constant déclin depuis une dizaine d'années⁹⁰⁴. L'on peut donc d'autant plus considérer qu'en France une grande partie des investisseurs est diversifiée. C'est le constat d'un état de fait dont on ne peut manquer de tirer pratiquement les conséquences, lorsqu'il est mis en rapport avec la première spécificité

⁹⁰³ A.J. Davis, art. préc., p. 235 : « *though reasons for lack of diversification vary and may be economically irrational, the reality is that many retail investors, who as a group directly hold over 40 % of the value of U.S. stocks are not well diversified. Thus, even if being diversified would make one as apt to be on the winning side of a trade tainted by fraud as on the losing side, this would not be the case for many retail investors who simply are not diversified. Thus, failing to provide compensation for securities fraud losses would harm a large segment of the investment community and could discourage more widespread participation in securities markets* ». Adde T.A. Dubbs, *A Scotch Verdict on « Circularity » and Other Issues*, *Wisconsin Law Review* 455, 458 (2009), faisant observer que selon le rapport Thakor (cf. *infra*), les investisseurs institutionnels représentent à peu près 50 % de la capitalisation totale des marchés américains, et en concluant que le marché est approximativement constitué pour moitié d'investisseurs non diversifiés. Cette conclusion apparaît toutefois hâtive étant donné notamment qu'un certain nombre d'investisseurs de détail, notamment ceux qui font appel aux fonds d'investissement, peuvent être diversifiés.

⁹⁰⁴ A. Reygrobellet, conclusion, in *Les sanctions des sociétés cotées : quelles spécificités ? Quelle efficacité ?*, étude du CREDA, coll. Le droit des affaires, LexisNexis, p. 395, citant les chiffres donnés par Mme Martine Kloepfer Pelèse au chapitre 1^{er}, n° 18, du même ouvrage, selon laquelle, l'actionnariat des sociétés cotées est composée de 51 % d'investisseurs individuels aux Etats-Unis, et de seulement 23 % en France. V. également J.C. Coffee, Jr., art. préc., p. 1557, expliquant que du fait de la séparation historique, aux Etats-Unis, entre la propriété des actions et le contrôle de la société, la majorité des actions des sociétés cotées est détenue par des actionnaires dispersés détenant chacun une faible part du capital social (citant A.A. Berle & G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace and World, 1932, p. 47, faisant les premiers ce constat dès 1932). M. John Coffee confirme par ailleurs que l'actionnariat des sociétés cotées aux Etats-Unis est composé aujourd'hui d'environ 50 % d'investisseurs institutionnels. A.V. Thakor, *The Economic Reality of Securities Class Action Litigation*, p. 11, indique également que les investisseurs institutionnels constituent environ la moitié de la capitalisation boursière américaine (cf. *infra*).

du marché secondaire consistant dans la commission de la faute d'information par un tiers à la transaction.

Paragraphe 2 - La probabilité d'un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié

396 - **L'affaiblissement consécutif de la nécessité ou de l'efficacité de la fonction réparatrice : la probabilité d'un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié.** Des caractéristiques du marché secondaire que sont la faute d'un tiers et la diversification des investisseurs, se déduisent deux conséquences particulièrement importantes : la probabilité d'un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié que ce soit hors de toute indemnisation (par tout tiers) **(A)**, ou en cas d'indemnisation par l'émetteur du fait de la circularité **(B)**, qui respectivement viennent considérablement affaiblir la nécessité ou l'efficacité de la fonction réparatrice. Dans les deux cas, les raisonnements sont essentiellement d'ordre probabiliste.

A - La probabilité d'un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié hors indemnisation par tout tiers

397 - **Affaiblissement de la nécessité de la fonction réparatrice.** Il ressort, de l'analyse réalisée par la doctrine américaine, que l'altération du cours sur le marché secondaire aboutit à un jeu somme nulle **(1)**. Cette analyse doit toutefois être affinée, pour pouvoir véritablement conclure à un affaiblissement de la nécessité de la fonction réparatrice et à la probabilité d'un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié hors indemnisation par tout tiers **(2)**.

1 - Analyse par la doctrine américaine

398 - **L'apport de la doctrine américaine.** Selon la doctrine américaine majoritaire, il résulte du fait que la faute d'information est commise par un tiers à la transaction que celle-ci constitue un jeu à somme nulle. Pour être plus précis, cette affirmation recouvre, en fait, deux constats très différents : d'une part, d'un point de vue global, l'effet des transactions sur le marché secondaire à un cours altéré est par nature un jeu à somme nulle parce que pour un perdant sur le marché il y a un gagnant ; et, d'autre part, d'un point de vue individuel, dans le cadre cette fois d'un raisonnement probabiliste, une transaction réalisée sur le marché secondaire tend à

être un jeu à somme nulle pour un investisseur particulier, parce que la probabilité pour cet investisseur d'être du bon ou du mauvais côté de la transaction tend à être égale, à condition bien entendu que son portefeuille soit diversifié. En effet, l'effet de la diversification d'un point de vue probabiliste est relativement simple : un investisseur, détenant un grand nombre de titres, a autant de chances d'être le gagnant que le perdant relativement aux transactions qu'il effectue, sur la part de ses titres dont le cours est déformé par une information publique défectueuse.

MM. Frank Easterbrook et Daniel Fischel écrivent ainsi dès 1985 : « *recall the example of the manager who announces good news for the firm and two days later takes it all back. Here the investors who sold during the two days gained ; those who bought during the two days lost what the sellers gained; those who never bought nor sold were unaffected; and there was almost no net harm...An investor with a diversified portfolio will be the hidden gainer in a transaction like the example above as often as he will be a loser. Every losing buyer during the two-day period is matched with a gaining seller. Over the long run, any reasonably diversified investor will be a buyer half the time and a seller half the time. Such an investor perceives little good in a legal rule that forces his winning self to compensate his losing self over and over* »⁹⁰⁵. Cette affirmation a été rappelée avec constance par la doctrine depuis lors. Citons par exemple M. Merritt Fox écrivant en 2009 : « *traders in the secondary market are no better off on an expected basis transacting in the shares of an issuer that complies with periodic disclosure regulations than in the shares of a noncomplying one. If a falsely positive disclosure violation increases an issuer's share price by \$5, every buyer pays \$5 more per share than if there had been no violation. But every seller receives \$5 more per share. For every share traded, the buyer's loss is exactly conterbalanced by the seller's gain. More*

⁹⁰⁵ F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 *U. Chi. L. Rev.* 611, 651 (1985), expliquant que les gains et les préjudices se compensent sur le marché secondaire. V. également J.C. Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, 48 *Stan. L. Rev.* 1487, 1502 (1996) : « *the chance of being on the losing side or winning side of a transaction when the stock price is distorted by a securities violation can be assumed to be random* », « *an investor who is completely diversified will be fully compensated for its trading losses that are due to securities fraud by windfalls on other transactions. Such investors have no need for further compensation obtained through litigation. The investors who are the most likely to be compensated through class action litigation – large institutional investors – are precisely those who are most diversified and thus are least in need of compensation. (...). From this perspective, recoveries from class action litigation represent a windfall to large investors* » ; D.C. Langevoort, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 *Ariz. L. Rev.* 639, 646-648 (1996) : « *in any non-privy fraud case, each loser – the buyer or seller disadvantaged by the fraud – is balanced by another winner: the person on the other side of the trade* » ; A.C. Pritchard, *Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers*, 85 *Va. L. Rev.* 925, 939 (1999) : « *in fraud on the market, for every shareholder who bought at a fraudulently inflated price, another shareholder has sold: the buyer's individual loss is offset by the seller's gain* ».

generally, the overall effect of a disclosure violation on investors trading in the secondary market is a zero-sum game: the winners's winnings just equal the losers' losses. Each winner and loser is in her position purely by reason of chance. The expected impact on an investor from trading in shares of an issuer that from time to time makes price-inflating misstatements, is therefore zero »⁹⁰⁶.

Encore plus récemment et plus précisément, M. Joseph Grundfest explicite en 2013 : « *as long pointed out by Judges Posner and Easterbrook, and by many other scholars, in aftermarket trading cases, every dollar of loss by a plaintiff who unknowingly purchases (sells) a security at an inflated (deflated) price generates an equal dollar of gain for a trader who unknowingly sells (purchases) precisely the same security at precisely the same inflated (deflated) price. (...) . Moreover, because aftermarket transactors are both purchasers and sellers over time, and because the probability of profiting by selling into an aftermarket fraud is the same as the probability of suffering a loss as a consequence by buying into an aftermarket fraud, the aggregate risk created by aftermarket fraud is diversifiable. Indeed, on average and over time, the risk of being harmed by an aftermarket securities fraud averages to zero for investors who purchase and sell with equal frequency »⁹⁰⁷.*

2 - Affinement de l'analyse

399 - **Nécessité d'un affinement de l'analyse.** L'analyse par la doctrine américaine, si elle est d'un apport considérable, doit toutefois être affinée d'un point de vue conceptuel. En effet, au

⁹⁰⁶ M.B. Fox, *Why Civil Liability For Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade?*, 2009 *Wisconsin Law Review* 297, 302 (2009). V. également R.A. Booth, *The Future of Securities Litigation*, 4 *J. Bus. & Tech. L.* 129, 139 (2009) : « *gains and losses wash out over time. In other words, a diversified investor is likely to gain from the timely sale of an overpriced stock about as often as she loses from the untimely purchase of an overpriced stock* » ; du même auteur, *Who Should Recover What in a Securities Fraud Class Action?*, *University of Md. Legal Studies, Research Paper No. 2005-32*, 2005, disponible sur SSRN : « *most investors are diversified and as a result are effectively protected against securities fraud. Securities fraud is a zero-sum event. For every buyer-loser there is a seller-winner. Buyers and sellers in the aggregate neither gain nor lose* » ; J. Spindler, *Vicarious Liability for Bad Corporate Governance: Are We Wrong About 10b-5?*, *University of S. Cal. Law Sch. Ctr. In Law, Econ. & Org. Research, Paper No. C08-3*, 2008, disponible sur SSRN : « *the most fundamental criticism of the compensatory function of the fraud on the market mechanism is the argument that diversified investors do not benefit from securities liability on the premise that losses from fraud are diversifiable risk. The reasoning is that since a trader is just as likely to be on the winning side of the fraudulent transaction as the losing side, gains and losses ought to even out with a large number of trades. If that reasoning holds, then 10b-5 liability simply shifts money from one pocket of the investor to another, minus transaction costs* ».

⁹⁰⁷ J.A. Grundfest, *Damages and Reliance Under Section 10(b) of the Exchange Act*, *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 150*, 2013, disponible sur SSRN, p. 58 et 59, citant notamment R.A. Posner, *Economic Analysis of Law*, 2003, 6^e éd., 460 : « *people who buy the stock during [the period was alive on the market] will be hurt, but the sellers will be benefitted...* ».

regard du cadre d'analyse que nous nous sommes fixé, le premier de ces constats ne revêt qu'une faible importance (a), alors que le second, d'ordre probabiliste, revêt une importance majeure (b).

a - Faible importance du premier constat

400 - **Affinement de l'analyse : la faible importance du premier constat.** S'agissant du premier constat, précisons d'abord d'un point de vue conceptuel que les transactions réalisées sur le marché secondaire constituent naturellement, hors de toute considération relative à une éventuelle indemnisation, un jeu à somme nulle certes pour l'ensemble des investisseurs, mais avant tout pour les deux parties à la transaction, l'acheteur et le vendeur, au regard justement de cette transaction particulière.

Au-delà de cette précision relativement mineure, il est important de comprendre les raisons pour lesquelles le fait qu'une transaction réalisée sur le marché secondaire à un cours déformé constitue naturellement un jeu à somme nulle - puisque pour un perdant, il y a un gagnant -, est fondamental pour les tenants de l'analyse économique du droit. Dans l'analyse économique du droit, la fonction première de la responsabilité civile est une fonction dissuasive et le montant optimal à mettre à la charge du fautif, au regard de l'objectif de dissuasion, est justement celui du préjudice causé à la société (« *coût social* »), hormis dans certains cas particuliers, d'où l'importance qu'ils accordent au principe de réparation intégrale (mais au titre essentiellement de la fonction dissuasive, et non réparatrice)⁹⁰⁸. Il en résulte que, selon ces auteurs, l'indemnisation accordée, au titre du préjudice de surévaluation en cas de fraude boursière, provoque par nature un phénomène de surindemnisation et donc de dissuasion excessive puisque pour chaque perdant, il y a mécaniquement un gagnant sur le marché⁹⁰⁹.

⁹⁰⁸ Cf. *supra*, en introduction.

⁹⁰⁹ V. par exemple J.C. Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, 48 *Stan. L. Rev.* 1487, 1502 (1996) : « *in securities class actions the aggregate amount by which class members overpaid does not represent the true social cost of the violation...For every buyer who pays too much, and thereby acquires a cause of action to recover the excess, there is a seller – just as innocent of the fraud – who reaps a windfall in an equal amount. (...) We make no effort to recover these windfalls and restore them to the purchasers* » ; D.C. Langevoort, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 *Ariz. L. Rev.* 639, 646 (1996) : « *the aggregate potential recovery in all likelihood exceeds the net societal harm of the fraud, (...) which may be relatively small* », « *the direct net harm to investors as a group may well be zero* », « *there will be systematic overcompensation over time to many investors. At least active traders with large, diversified portfolios have*

Or, en ce qui nous concerne, comme nous l'avons indiqué en introduction à propos de la méthode guidant notre choix de politique juridique, notre travail n'est pas une étude fondée sur l'analyse économique du droit qui chercherait notamment à minimiser l'ensemble des coûts sociaux liés à l'information défectueuse. Le fait qu'une transaction sur le marché secondaire à un cours altéré constitue un jeu à somme nulle pour les parties, et de même l'ensemble des transactions effectuées sur le marché secondaire pour la totalité des investisseurs, n'est donc pas crucial au regard de notre analyse. L'affirmation reste d'ailleurs valable que les investisseurs soient diversifiés ou pas et ne repose sur aucun raisonnement de type probabiliste. Précisons enfin que, si une indemnisation a lieu, cette affirmation d'un jeu à somme nulle ne reste vraie que dans le cas où c'est l'émetteur (ou son assureur), et donc *in fine* la communauté des investisseurs qui supporte le coût de l'indemnisation. Si, en revanche, un tiers fautif autre que l'émetteur, tel un dirigeant social, supporte une partie de l'indemnisation, le jeu ne peut plus être à somme nulle puisque des sommes nouvelles entrent dans le patrimoine de la communauté des investisseurs : il y a alors donc plus que de simples transferts de richesse entre investisseurs.

b - Importance majeure du second constat

401 - Affinement de l'analyse : l'importance majeure du second constat d'ordre probabiliste.

En revanche, le raisonnement probabiliste selon lequel, pour un investisseur particulier, les chances de gagner ou de perdre sont relativement égales, à condition qu'il soit diversifié, nous paraît particulièrement important d'un point de vue de politique juridique, et hors de toute analyse économique centrée sur le coût social global. Il révèle en effet avec force le faible

roughly the same chance of being winners as losers from securities fraud, and over time these gains and losses will tend to net out toward zero even in the absence of litigation. Therefore compensating for the losses while ignoring the gains leads to excess returns over the course of a trading career ». Adde J.A. Grundfest, art. préc., p. 58 : « the "damage" measure generated by an "out-of-pocket" rule in the context of a pure aftermarket fraud, in which issuers and insiders never trade while the fraud is alive in the market, thus describes a wealth transfer between two sets of equally innocent and ignorant investors. In that context, the out-of-pocket measure has nothing to do with measures of disgorgeable profits that might have been earned by wrongdoers, or with traditional notions of compensatory damages or optimal deterrence as those terms are understood by economists ». Il ajoute en note de bas page : « this is not to argue that aftermarket securities frauds are harmless. Even a pure aftermarket fraud can distort prices in a manner that causes the misallocation of capital and that induces unwarranted and non-diversifiable reliance in transactions outside the securities markets. For example, employees can join a company in the false belief that the firm has a bright future. Banks can extend loans on the false believe that they are likely to be repaid. New companies can be formed because of the false belief that a puportedly succesful firm represents an exciting market opportunity. These are real harms that cause real damages. But these damages are not even remotely approximated by an out-of-pocket rule that measures fully diversifiable transfers within a pool of investors ».

intérêt d'un système d'indemnisation sur le marché secondaire, tout du moins au regard de la fonction réparatrice, lorsqu'une majorité des investisseurs est diversifiée et a donc une probabilité relativement égale de gagner ou de perdre. Il est vrai cependant que ce constat se trouve affaibli lorsqu'interviennent des initiés sur le marché : disposant d'un avantage informationnel sur les autres, ils ont plus de chances d'être les gagnants dans le cadre de la transaction et leurs contreparties, par conséquent, les perdants ; la probabilité d'être gagnant ou perdant, même pour les investisseurs diversifiés, n'est donc plus tout à fait égale⁹¹⁰. L'on peut tout de même supposer, qu'en dehors des cas particuliers dans lesquels les opérations réalisées d'initiés constitueraient un grand nombre des transactions réalisées sur le titre, cet affaiblissement du raisonnement probabiliste devrait rester limité.

En outre, si ce constat ne vaut cette fois qu'en cas de diversification, il s'applique quel que soit le tiers à la transaction ayant délivré une information défectueuse, peu important qu'il s'agisse de l'émetteur ou pas⁹¹¹ : demeure en effet valable le fait que la victime, si elle est un investisseur diversifié, voit en principe son préjudice compensé par les autres transactions qu'elle effectue et dans lesquelles elle est gagnante, sans avoir besoin d'une indemnisation supplémentaire. Remarquons également que ce constat peut valoir pour l'ensemble des investisseurs détenant des instruments financiers dont la valeur dépend de l'information litigieuse, et non pas seulement pour ceux ayant la qualité d'actionnaire. De manière générale, l'altération du cours sur le marché secondaire aboutit donc bien à un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié, dont le préjudice est déjà, en quelque sorte, réparé par le marché. La diversification constitue, ainsi, le meilleur moyen d'indemnisation.

⁹¹⁰ Ce phénomène a d'ailleurs été mis en évidence par une partie de la doctrine américaine. V. notamment A.J. Davis, art. préc., p. 228 : « *it should be noted that the gains-equals-losses in the aggregate argument does not hold with respect to non-insiders in the presence of insider trading. (...) If insiders commit securities fraud by deceiving the market about a firm's prospects and do so to be on the winning side of trades tainted by fraud, then outside shareholders, by definition, will be on the losing side of these trades. Thus, when factoring in trades by insiders, on average, outsiders will be net losers* » ; J.A. Grundfest, art. préc., p. 58 ; A.C. Pritchard, *Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers*, 85 *Va. L. Rev.* 925, 946 (1999) ; R.A. Booth, *The End of the Securities Fraud Class Action as We Know It*, *Berkeley Bus. L.J.* 1, 14 (2007).

⁹¹¹ Les auteurs américains manquent généralement de précision théorique sur ce point. V. ainsi, par exemple, la citation précédente de MM. Frank Easterbrook et de Daniel Fischel, selon laquelle « *such an investor perceives little good in a legal rule that forces his winning self to compensate his losing self over and over* », qui vient juste après l'énoncé de la conséquence probabiliste pour un investisseur diversifié, alors qu'elle n'a de sens que si aucun tiers autre que l'émetteur ne participe à l'indemnisation, ce qui n'est pas nécessaire pour la conséquence probabiliste. V. également la citation précédente de M. Merritt Fox selon laquelle « *the expected impact on an investor from trading in shares of an issuer that from time to time makes price-inflating misstatements, is therefore zero* », alors que cette affirmation est valable au-delà du seul cas de l'information défectueuse délivrée par l'émetteur.

Outre le faible intérêt d'un système d'indemnisation par tout tiers pour les investisseurs diversifiés, la doctrine américaine a mis en évidence, la circularité de la réparation lorsque c'est l'émetteur qui supporte l'indemnisation.

B - La probabilité d'un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié en cas d'indemnisation par l'émetteur du fait de la circularité

402 - **L'affaiblissement de l'efficacité de la fonction réparatrice : le constat de la circularité de la réparation ; la confusion relative entre l'auteur et la victime.** La doctrine américaine a également, depuis longtemps et de manière quasiment unanime⁹¹², mis en évidence le caractère en grande partie circulaire de la réparation, lorsque celle-ci pèse sur l'émetteur, des préjudices subis à l'occasion des transactions effectuées sur le marché secondaire, les victimes encore actionnaires étant simultanément propriétaires de la société débitrice et les

⁹¹² La plupart des universitaires américains ont mis en évidence cet important problème de circularité. V. notamment J.H. Arlen & W.J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, U. Ill. L. Rev. 691, 733-34 (1992) : « some existing shareholders are compensated at the expense of the remaining shareholders, but as plaintiffs bear part of the cost of their own judgment » ; J.C. Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, 48 Stan. L. Rev. 1487, 1503 (1996) : « payments by the corporation to settle a class action amount to transferring money from one pocket to the other, with about half of it dropping on the floor for lawyers to pick up » ; J.D. Cox, *Making Securities Fraud Class Actions Virtuous*, 39 Ariz. L. Rev. 497, 509 (1997) : « a circularity problem arises for settlements of securities class actions...The plaintiffs necessary provide, albeit indirectly, some portion of their own settlement », « a reason that the securities class action poorly serves both a compensatory and a deterrent objective is the circularity problem that arises when the source of a settlement is the corporation that commits the misrepresentation » ; M.A. Perino, *Did the Private Securities Litigation Reform Act Work?*, U. Ill. L. Rev. 913, 921 (2003) : « settlements often benefit former shareholders at the expense of current ones. In effect, they can amount to little more than a transfer payment with enormously high transaction costs in the form of a large contingency fee award » ; M.B. Fox, *Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 60 Bus. Law. 507, 529 (2005) ; J.C. Coffee, Jr., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, Columbia Law. Sch. Ctr. For Law & Econ. Studies, Working Paper No. 264, 2005, disponible sur SSRN ; J.C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Actions: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 Colum. L. Rev. 1534 (2006) ; D.C. Langevoort, *On Leaving Corporate Executives « Naked, Homeless and Without Wheels »: Corporate Fraud, Equitable Remedies, and the Debate over Entity versus Individual Liability*, 42 Wake Forest L. Rev. 627, 632 (2007) ; B. Black, *Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?*, 63 Bus. Law. 317, 331 (2008) : « the effect is to take corporate funds away from one group of investors, the current shareholders, and pay it to another group of investors, those who traded in the securities during the class damages period » ; A.C. Pritchard, 'Basic' Error is Focus on Loss, Nat'l L.J., 22 sept. 2008, p. 26 : « shareholders effectively take a dollar from one pocket, pay about half of that dollar to lawyers on both sides, and then put the leftover change in their other pocket » ; J. Spindler, *Vicarious Liability for Bad Corporate Governance: Are We Wrong About 10b-5?*, University of S. Cal. Law Sch. Ctr. In Law, Econ. & Org. Research, Paper No. C08-3, 2008, disponible sur SSRN ; K. LaCroix, *Private Securities Litigation: Important Deterrent or Wasteful Churn?*, Dandoddiary.com, 26 oct. 2008. Une étude commandée par la Chambre de commerce américaine a notamment mis en évidence de façon empirique le problème de circularité, v. A.V. Thakor, *The Unintended Consequences of Securities Litigation*, 2005, disponible sur http://www.instituteforlegalreform.com/get_ilr_doc.php?id=857 ; A.V. Thakor et al., *US Chamber Inst. For Legal Reform, The Economic Reality of Securities Class Action Litigation*, 2005, disponible sur <http://www.instituteforlegalreform.com/issues/docload.cfm?docId=855>. Adde R.H. Kraakman, *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, in G. Ferrarini, K.J. Hopt, J. Winter & E. Wymeersch (Eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford University Press, 2004, p. 107.

investisseurs étant, par ailleurs, généralement diversifiés. Ce problème touche aussi bien à l'efficacité collective qu'individuelle de la responsabilité civile, qui en sort affaiblie. Remarquons toutefois qu'en comparaison du constat probabiliste précédent, ce problème a un champ d'application plus restreint dès lors qu'il ne s'applique qu'aux investisseurs ayant la qualité d'actionnaire.

Il peut paraître paradoxal d'exposer ici, dans une partie générale sur l'efficacité de la responsabilité civile sur le marché secondaire, une difficulté liée à la seule situation dans laquelle l'émetteur est tenu pour responsable. Cela se justifie à notre sens parce que, d'une part, les fausses informations délivrées sur le marché secondaire proviendront le plus souvent de l'émetteur et qu'en vertu de la théorie de la personnalité morale, la société doit en être en principe naturellement tenue pour responsable et parce que, d'autre part, seul l'émetteur est généralement en mesure d'assurer l'indemnisation de sommes qui peuvent être considérables – il est, comme l'écrit de manière imagée la doctrine américaine, celui qui a les « *poches profondes* » (« *deep pockets* »). Cette difficulté d'importance devait donc être abordée de prime abord. Il faut bien voir qu'elle n'est pas sans rapport avec le constat précédemment observé selon lequel une transaction sur le marché secondaire serait un jeu à somme nulle (et notamment si une indemnisation a lieu, lorsque c'est l'émetteur qui y procède)⁹¹³. Il s'agit ici d'entrer davantage dans les détails de l'analyse en prenant en compte la situation particulière d'actionnaire de chaque investisseur.

Cette circularité, qui conduit en fait à une relative confusion entre l'auteur et la victime, présente, comme précédemment, deux variantes d'inégale importance, selon leur cadre d'analyse, soit le cadre réduit de la seule société, soit celui plus large du marché lui-même. Il s'agit, dans le premier cas, du problème relatif de la circularité de l'indemnisation entre les actionnaires de la même société **(1)**; et, dans le second cas, du problème majeur de la circularité de l'indemnisation entre investisseurs diversifiés qui permet, cette fois encore, de conclure à la probabilité d'un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié aux termes d'un raisonnement probabiliste **(2)**.

⁹¹³ Cf. *supra*.

1 - Le problème relatif de la circularité au sein de la société

403 - **Le caractère relatif du problème de circularité au sein de la société.** L'indemnisation des préjudices par l'émetteur pose un problème de circularité au sein de la société **(a)**, mais ce problème n'est que relatif **(b)**.

a - Le problème de circularité au sein de la société

404 - **L'effet de la responsabilité civile de l'émetteur sur le marché secondaire : un transfert circulaire de richesses entre actionnaires au sein de la société.** Au premier abord, l'indemnisation par la société des investisseurs lésés sur le marché secondaire présente une forme évidente de circularité en ce qu'elle émane de l'entité même dont ils sont propriétaires, dès lors bien sûr qu'ils ont encore la qualité d'actionnaires au moment du paiement de l'indemnisation : ce sont donc eux qui, sous cette condition, financent en partie leur propre réparation.

Plus précisément, la responsabilité civile se traduit fondamentalement, lorsqu'elle est mise à la charge de l'émetteur, par un transfert de richesse entre différentes catégories d'actionnaires. En effet, lorsqu'une action collective est engagée à l'encontre d'une société cotée pour des transactions réalisées sur le marché secondaire, elle l'est généralement au nom des actionnaires lésés, c'est-à-dire ceux qui ont acheté des actions pendant la période d'information défectueuse, et l'indemnisation accordée, aux termes d'un jugement ou d'une transaction, sera supportée par la société émettrice et donc indirectement par ses actionnaires actuels, c'est-à-dire les personnes ayant la qualité d'actionnaires au moment du paiement de l'indemnisation. La mesure d'indemnisation résulte donc en réalité en un transfert de richesses de la part des actionnaires actuels au profit des actionnaires lésés, ce qui entraîne mécaniquement une certaine circularité en ce que ces deux catégories d'actionnaires sont en partie confondues. Les investisseurs peuvent en effet appartenir aux deux catégories d'actionnaires, les actionnaires lésés et les actionnaires actuels. Notamment, les actionnaires lésés demandeurs à l'action collective, pour avoir acheté des actions pendant la période d'information défectueuse, peuvent les avoir conservées et par conséquent faire également partie des actionnaires actuels supportant le coût de l'indemnisation. En d'autres termes, ces deux catégories distinctes d'actionnaires se confondent partiellement : parmi les actionnaires actuels, parce qu'ils ont acheté des actions à quelque date que ce soit et les ont conservées,

l'on trouve des actionnaires non lésés (ceux qui ont acheté leurs actions hors de la période d'information défectueuse et les ont conservées) ou bien des actionnaires lésés (ceux qui ont acheté leurs actions pendant la période d'information défectueuse et les ont conservées) ; de même, parmi les actionnaires lésés, l'on peut trouver des actionnaires actuels qui ont conservé leurs actions ou d'anciens actionnaires qui les ont cédées préalablement.

L'indemnisation réalisée par l'émetteur revêt ainsi un caractère circulaire en ce qu'elle aboutit, pour les actionnaires relevant des deux catégories, à des transferts de richesse au profit d'eux-mêmes, de leur poche de gauche à leur poche de droite selon l'expression imagée utilisée par la doctrine américaine, mais après soustraction des coûts potentiellement élevés en relation avec le litige. C'est ce qui nous fait dire qu'il existe, en quelque sorte, une confusion partielle entre l'auteur de la faute et la victime, plus spécifiquement entre les intérêts de l'un et ceux de l'autre. Certes, la personne de l'auteur – l'émetteur – ne se confond pas juridiquement avec celle des actionnaires victimes qui ont acheté pendant la période d'information défectueuse ; mais étant donné que ces actionnaires victimes seront également, pour certains d'entre eux, les actionnaires actuels dudit émetteur lors de la transaction ou du jugement sur lesquels va *in fine* peser l'indemnisation, il existe bien une confusion partielle entre les intérêts de l'auteur et ceux de la victime⁹¹⁴. Aux Etats-Unis, non seulement la doctrine, mais également la SEC dans le cadre de son pouvoir de sanction, ont été sensibles à ce problème de circularité de la réparation. L'autorité de régulation a en effet indiqué, d'une part, qu'elle mettrait, dans la mesure du possible, les sanctions financières à la charge des dirigeants responsables, et d'autre part que, lorsque lesdites sanctions seraient imposées à l'émetteur, elle devrait prendre en compte dans quelle mesure celles-ci seraient supportées par les actionnaires eux-mêmes victimes de la fraude (compte tenu du degré de rotation des actionnaires au sein de la société au cours du temps)⁹¹⁵.

⁹¹⁴ Les actionnaires actuels auront en outre à supporter, pour chaque transfert de richesse, les coûts de transaction du litige, comprenant notamment les honoraires d'avocat, l'augmentation des primes d'assurance au lendemain du procès, et les coûts éventuellement liés à la perturbation et à la publicité négative subies par la société.

⁹¹⁵ SEC, *Statement of the Securities and Exchange Commission Concerning Financial Penalties*, 4 janvier 2006, disponible sur <http://www.sec.gov/news/press/2006-4.htm> : « *in cases in which shareholders are the principal victims of the violations, the Committee expects that the SEC, when appropriate, will seek penalties from the individual offenders acting for a corporate issuer. Moreover, in deciding whether and to what extent to assess a penalty against the issuer, the court may properly take into account whether civil penalties assessed against corporate issuers will ultimately be paid by shareholders who were themselves victimized by the violations. The court also may consider the extent to which the passage of time has resulted in shareholder turnover* ».

Il faut bien voir à quel point cette situation est spécifique à l'activité d'investisseur sur les marchés financiers : les investisseurs, de par leur activité même d'investissement, deviennent généralement des actionnaires de l'émetteur dans lequel ils placent leur argent ; lorsqu'ils sont victimes, en tant qu'investisseurs, des agissements, c'est-à-dire essentiellement des fausses informations données par cette société, ils doivent nécessairement, s'ils en demandent réparation, en répondre *in fine* financièrement en tant qu'actionnaires, à condition bien entendu qu'ils le soient encore. D'où la circularité : c'est le serpent qui se mord la queue. La situation est, en revanche, tout autre lorsque la société commet une faute, par exemple un acte de pollution, envers un simple tiers (et non envers en partie ses propres actionnaires) ; la société devra certes en répondre et donc *in fine* ses actionnaires actuels, mais il n'y a là qu'une simple application de la théorie de la personnalité morale qui conduit à faire supporter aux actionnaires, c'est-à-dire aux membres de la personne morale, la faute de celle-ci, sous réserve de la responsabilité éventuelle de ses dirigeants ; et il importe peu à cet égard que les actionnaires soient généralement eux-mêmes non fautifs et que la société, et donc indirectement ses actionnaires, ait bénéficié ou pas de la faute qu'elle a commise. Dans le cas classique d'une faute commise envers un simple tiers, l'on ne retrouve ainsi pas la profonde spécificité de la faute commise par la société à l'égard d'un investisseur appelé éventuellement à devenir un actionnaire, ce qui va conduire à une relative confusion des intérêts des victimes et de l'auteur.

A cet égard, il convient de relever que la doctrine américaine a également fréquemment soulevé un autre argument tenant au caractère injuste de la réparation, tenant au fait de mettre à la charge des actionnaires actuels les coûts de l'indemnisation des actionnaires lésés alors que les actionnaires actuels n'ont généralement commis aucune faute en relation avec la fraude de l'émetteur et sont ainsi aussi « *innocents* » que les actionnaires lésés⁹¹⁶. Nous ne sommes pas, pour notre part, convaincus par cet argument, tout du moins du point de vue compensatoire. En effet, il découle de la théorie même de la personnalité morale, et donc de l'admission de sa responsabilité potentielle en tant que personne juridique, que les membres du groupement peuvent avoir *in fine* à supporter la responsabilité incombant à la personne

⁹¹⁶ V. ainsi, *inter alia*, J.C. Coffee, Jr., art. préc., p. 1557 : « *securities litigation in this context inherently results in a wealth transfer between two classes of public shareholders – those in the class period and those outside it – and typically neither class is culpable* ».

morale alors même qu'ils ne sont pour rien dans cette faute. Si l'on n'accepte pas cette conséquence quasi mécanique pour des motifs de justice, il faut, d'un point de vue théorique, remettre en cause le principe même de la responsabilité civile de la personne morale pour, par exemple, ne retenir que celle de ses représentants⁹¹⁷.

En outre, l'on observera que, comme précédemment, le problème de circularité provient également du fait que la faute d'information a été commise par un tiers : il en résulte en effet que les investisseurs ayant profité de la fraude, ceux qui ont vendu à un cours surévalué, n'ont pas à participer à l'indemnisation, ce qui est tout à fait légitime puisqu'ils n'ont pour leur part commis aucune faute, et donc que l'indemnisation proviendra majoritairement de la société et donc *in fine* de ses actionnaires actuels. Les principaux bénéficiaires du système d'indemnisation sont d'ailleurs ces investisseurs-là, ayant vendu pendant la période d'information défectueuse (notamment les initiés qui, conscients de la défectuosité de l'information, se seront débarrassés de leurs actions avant toute mise en cause de la responsabilité de la société). En revanche, la diversification des actionnaires est indifférente au regard du problème de circularité au sein de la société, justement parce qu'il est interne à celle-ci.

Enfin, pour revenir au problème général de circularité, on voit mal comment, d'un point de vue théorique, le résoudre en ce qu'il est consubstantiel à théorie de la personnalité morale et à la superposition de la qualité d'investisseur et d'actionnaire, qui constitue une des manifestations du nécessaire chevauchement du droit des marchés financiers et du droit des sociétés. Sauf, évidemment, à chercher à éviter de mettre en cause la responsabilité civile de l'émetteur lui-même pour lui préférer celle des véritables fautifs en son sein, notamment les dirigeants sociaux, ou d'autres tiers (commissaires aux comptes, analystes financiers, agences de notation, etc.)⁹¹⁸. Le phénomène de circularité, lorsqu'il a lieu au sein de la société, doit être toutefois largement relativisé.

b - La relativité du problème de circularité au sein de la société

⁹¹⁷ L'argument soulevé par la doctrine américaine nous paraît en revanche valable du point de vue de la fonction dissuasive de la responsabilité civile.

⁹¹⁸ Cf. *infra*.

405 - **La limite à la circularité au sein de la société : une circularité nécessairement partielle.**

En vérité, le problème de la circularité ne se pose que dans la mesure où les préjudices envisagés constituent généralement des préjudices de masse. En effet, quel mal verrait-on à ce qu'une société indemnise un ou quelques-uns de ses actionnaires auxquels elle aurait porté préjudice ? Probablement aucun, d'un point de vue pratique tout du moins. Certes, le caractère circulaire préalablement décrit existerait puisque l'indemnisation octroyée serait supportée par la société et donc, *in fine*, par l'ensemble de ses actionnaires, y compris le ou les quelques actionnaires en question, mais le montant serait *a priori* tellement faible, au regard du nombre total des actionnaires, que l'on y verrait rien à redire. On voit bien, par comparaison, que le problème se pose autrement pour l'information publique défectueuse sur le marché secondaire : parce qu'elle s'adresse à tous, elle est susceptible de toucher et donc de léser un grand nombre d'investisseurs, ce qui est, par nature, susceptible d'entraîner une circularité d'une plus grande ampleur, et réduire d'autant l'efficacité de la réparation.

Toutefois, même lorsque l'information défectueuse est une information publique, cet effet circulaire est-il si important que cela ? La circularité, c'est-à-dire le fait que les victimes financent leur propre indemnisation, n'existe, nous l'avons expliqué, que dans la mesure où il y a identité entre les actionnaires actuels et les actionnaires lésés. Il faut donc bien convenir que cette circularité ne peut être que partielle, parce que, parmi les actionnaires actuels qui financent l'indemnisation, figurent de nombreux actionnaires qui n'ont pas été lésés, n'ayant pas acheté pendant la période d'information défectueuse, mais avant ou après celle-ci : ces actionnaires participent donc au financement de l'indemnisation sans en percevoir pour autant une partie. En d'autres termes, les deux catégories d'actionnaires actuels, ceux qui ont été lésés et ceux qui ne l'ont pas été, financent l'indemnisation alors qu'une seule catégorie d'entre eux, les actionnaires actuels lésés, la perçoit ; la circularité ne peut donc être que relative⁹¹⁹.

⁹¹⁹ L'ensemble de ces idées ont été particulièrement bien développées aux Etats-Unis par J.J. Park, *Shareholder Compensation as Dividend*, 108 *Mich. L. Rev.* 323, 335-340 (2009). Cet auteur a par ailleurs affiné la conceptualisation du préjudice subi en cas d'information publique défectueuse. Il prend le cas typique d'une action collective boursière dans laquelle l'émetteur a menti sur ses résultats financiers, créant une surévaluation du cours pendant une certaine période. Il estime que la baisse ultérieure du cours qui en résultera aura au moins trois composantes : premièrement, le cours reviendra à sa valeur intrinsèque en adéquation avec l'information véritable sur la société : il appelle cette composante « *Fundamental Decline* » ; deuxièmement, après la révélation de la fraude, le marché peut perdre confiance dans la sincérité de la direction de la société et donc provoquer une baisse de cours résultant de cette perte de crédibilité qui peut être extrêmement significative (il

Prenons un exemple simple⁹²⁰. Une fraude boursière commise par une société entraîne une surévaluation du cours de bourse de deux dollars pendant la période d'information défectueuse. La société comprend dix actionnaires : cinq actionnaires ont acheté une action pendant la période d'information défectueuse, alors que cinq autres ont acheté hors de la période d'information défectueuse. Pour indemniser les actionnaires lésés (ayant acheté pendant la période d'information défectueuse), la société leur verse deux dollars à chacun, soit un montant total de dix dollars. Ce paiement est donc supporté, à hauteur d'un dollar, par chacun des actionnaires. L'indemnisation n'est donc que partiellement circulaire puisque les actionnaires lésés reçoivent une indemnisation de deux dollars, à laquelle ils ne participent qu'à hauteur d'un dollar, l'autre dollar provenant des actionnaires non lésés. En outre, pour chacun des actionnaires, quelle que soit sa catégorie, la fraude boursière se traduit par un coût d'un dollar : les actionnaires ayant acheté pendant la période d'information défectueuse ont subi un préjudice de surévaluation du prix d'achat de deux dollars dont ils ont été indemnisés, sachant qu'ils ont participé à cette indemnisation à hauteur d'un dollar ; les autres actionnaires ont contribué à cette indemnisation à hauteur d'un dollar. Ainsi, l'indemnisation n'est que partiellement circulaire ; elle a également pour conséquence de répartir la charge financière de l'indemnisation des actionnaires lésés sur l'ensemble des actionnaires actuels. Le degré de circularité de l'indemnisation dépend ainsi, pour l'essentiel, du rapport entre le nombre des actionnaires actuels lésés et le nombre total des actionnaires actuels. Si ce rapport est d'un, il y a autant d'actionnaires actuels lésés que d'actionnaires actuels : la circularité est totale ; plus le rapport est inférieur à un, plus la proportion d'actionnaires actuels non lésés par rapport aux

cite à cet égard J.M. Karpoff *et al.*, *The Cost to Firms of Cooking the Books*, 43 *J. Fin. & Quantitative Analysis* 581 (2008) : il appelle cette composante « *Credibility Decline* » ; troisièmement, le cours devrait également baisser pour prendre en compte les coûts futurs d'indemnisation et de litige : il appelle cette composante « *10b-5 Decline* ». Cet auteur, s'il admet que seuls les investisseurs ayant acheté pendant la période d'information défectueuse subissent le préjudice lié au « *Fundamental Decline* », fait observer que l'ensemble des actionnaires actuels subissent les deux autres types de préjudice. Pourtant, en vertu de la jurisprudence de la Cour suprême américaine, seuls les investisseurs ayant réalisé une transaction (d'achat ou de vente) pendant la période d'information défectueuse peuvent agir au titre de la règle 10b-5, en vertu de la décision *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975)). Pour cet auteur, cette limitation prétorienne, même si elle prive les actionnaires actuels de toute réparation à moins qu'ils aient réalisé une transaction pendant la période d'information défectueuse, a été adoptée pour des motifs de politique juridique car, à défaut, la responsabilité civile éventuellement liée à une fraude boursière deviendrait impossible à gérer aussi bien du point de vue du nombre de demandeurs potentiels que de l'évaluation du préjudice potentiel. Il ajoute qu'en tout état de cause, le « *Fundamental Decline* » reste le principal préjudice découlant de la fraude boursière, qui a justement pour but de faire diverger le cours de bourse de la valeur véritable du titre, et que si la finalité de la loi boursière est prioritairement l'exactitude du cours de bourse, la responsabilité civile doit précisément se concentrer sur l'indemnisation des préjudices liés à cette inexactitude.

⁹²⁰ Cet exemple est inspiré de J.J. Park, art. préc., p. 336. L'exemple est simplifié en ce qu'il ne prend notamment pas en compte le phénomène d'assurance.

actionnaires actuels est importante, et donc moins l'indemnisation aura un caractère circulaire ; inversement, plus le rapport se rapproche d'un, plus la proportion d'actionnaires lésés parmi les actionnaires actuels sera importante et donc plus l'indemnisation présentera un caractère circulaire.

Ainsi, à moins que tous les actionnaires actuels aient acheté pendant la période d'information défectueuse, l'indemnisation ne pourra, en réalité, jamais être totalement circulaire au sein de la société. En outre, l'on peut penser de manière générale que, compte tenu du grand nombre d'actionnaires des sociétés cotées, de la rapidité avec laquelle les actions peuvent changer de main et du caractère limité des périodes d'information défectueuse au cours de la vie d'une société, le nombre d'actionnaires lésés parmi les actionnaires actuels devrait rester mesuré, limitant d'autant le caractère circulaire de l'indemnisation⁹²¹. Enfin, le phénomène de l'assurance réduit également de manière substantielle le phénomène de circularité puisque, lorsqu'une société a une assurance, une partie substantielle de l'indemnisation est financée par les primes payées dans le passé par la société, et donc par les actionnaires passés, y compris par les actionnaires ayant été les bénéficiaires des transactions litigieuses⁹²².

406 - Synthèse. Le problème de circularité de la réparation au sein de la société, décrit par la doctrine américaine en ce qu'il entraîne une indemnisation de la victime par elle-même, est réel et ne saurait être passé sous silence. Mais il ne doit pas être exagéré. Les actionnaires actuels de la société lors de l'indemnisation n'étant pas tous, loin s'en faut, des actionnaires lésés, la circularité ne sera nécessairement que partielle, voire, la plupart du temps, bien limitée, même si bien sûr cela dépendra au cas par cas de la configuration de l'actionnariat de la société concernée. En outre, la prise en charge d'une partie de l'indemnisation par l'assurance de la société réduit encore davantage le phénomène, en faisant mécaniquement participer les anciens actionnaires au financement de l'indemnisation en raison du paiement des primes passées. La circularité partielle de la réparation, appréciée dans le cadre interne de la société, ne nous paraît pas par conséquent, de manière générale, un obstacle majeur à son

⁹²¹ V. toutefois J.C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implications*, 106 *Colum. L. Rev.* 1534, 1536 (2006), remarquant que s'il souhaite rester diversifié, un investisseur, qu'il soit individuel ou institutionnel, doit procéder à des achats en continu à mesure que son portefeuille augmente ; il en est ainsi même d'un fonds de pension ou d'un fonds indicel. Il est par conséquent relativement fréquent, selon lui, qu'un investisseur fasse partie des deux catégories d'actionnaires.

⁹²² V. J.J. Park, art. préc., p. 345 et s.

efficacité. Le problème de la circularité entre investisseurs diversifiés dans le cadre plus large du marché apparaît, en revanche, comme un problème majeur.

2 - Le problème majeur de la circularité au sein du marché

407 - **La circularité liée au transfert de richesses entre investisseurs diversifiés : la probabilité d'un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié.** La circularité prend, dans la perspective plus large du marché et non de la seule société, une tournure bien plus délicate, tenant au fait que beaucoup d'investisseurs sont diversifiés. En effet, comme précédemment, les conséquences d'ordre probabiliste de la diversification sur l'efficacité de la responsabilité civile sont également fondamentales, au regard du problème de circularité de l'indemnisation au sein de l'ensemble du marché. Il résulte en effet, de la même façon, de la diversification qu'un investisseur a alors en moyenne autant de chances d'appartenir à l'une ou l'autre catégorie, investisseur lésé demandeur à l'action collective pour certaines transactions ou actionnaire actuel supportant l'indemnisation pour d'autres transactions, en raison du grand nombre d'actions de diverses sociétés composant son portefeuille. L'indemnisation par l'émetteur des investisseurs lésés du fait de l'altération de cours va ainsi aboutir, d'un point de vue global, à des transferts de richesse relativement aléatoires entre des investisseurs diversifiés, et d'un point de vue individuel, à la probabilité d'un jeu à somme nulle pour un investisseur particulier⁹²³. En outre, comme précédemment, le système apparaît, de manière générale, peu utile sachant que le mécanisme de la diversification des investissements protège par lui-même les investisseurs de la fraude boursière, et ce d'autant que les transferts de richesse ainsi créés sont diminués par les substantiels coûts de transaction liés au mécanisme

⁹²³ D.C. Langevoort, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 *Ariz. L. Rev.* 639, 648 (1996) : « first, any award against the issuer or settlement is funded directly or indirectly out of the shareholders' pockets, as the fraud-on-the-market litigation system is premised almost exclusively on a system of vicarious liability. Second, investors tend to be, directly or indirectly, diversified in their investments and are just as likely to gain a windfall from issuer "fraud-on-the-market" as to end up a loser ».

des actions collectives (notamment les frais d'avocat)⁹²⁴. Les résultats apparaissent donc, en définitive, bien faibles en termes d'efficacité de la réparation⁹²⁵.

408 - **Remarque complémentaire. L'inégalité du transfert de richesse au détriment des investisseurs non diversifiés : la probabilité d'un jeu à somme négative pour un investisseur non diversifié.** Le problème de la circularité est toutefois plus subtil en ce que le coût de l'indemnisation ne pèse pas de manière égale sur toutes les catégories d'actionnaires. Si la plupart des investisseurs sont diversifiés – les investisseurs de détail parce qu'ils investissent souvent à travers des fonds d'investissement soumis à des exigences de diversification ; les investisseurs sophistiqués parce qu'ils optent généralement pour des stratégies de diversification -, il reste qu'un certain nombre d'investisseurs ne le sont pas. Généralement, ces investisseurs interviennent moins fréquemment sur les marchés pour plusieurs raisons : ils paient des commissions de négociation plus élevées que les gros investisseurs ; ils reçoivent moins d'informations que les gros investisseurs qui sont davantage en lien avec les analystes financiers ; et ils ne sont pas des professionnels qui peuvent constamment veiller à leurs investissements⁹²⁶. Ces investisseurs non diversifiés peuvent bien sûr être suffisamment chanceux pour faire partie de la catégorie des demandeurs à l'action collective et non des actionnaires actuels, mais, en moyenne, ils sont davantage susceptibles d'avoir acheté leurs actions avant la période d'information défectueuse, en raison de leur période de conservation plus longue⁹²⁷.

⁹²⁴ Les études faites aux Etats-Unis révèlent que les frais d'avocat des demandeurs sont typiquement autour de 25 % des dommages-intérêts alloués (v. T. Eisenberg & G.P. Miller, *Attorney Fees in Class Action Settlements: An Empirical Study*, 1 *J. Empirical Legal Stud.* 27, 50 (2004)). Les frais d'avocat des défendeurs paraissent inférieurs mais également substantiels (v. T. Baker & S.J. Griffith, *The Missing Monitor in Corporate Governance: Directors' & Officers Liability Insurer*, 95 *Geo. L.J.* 1795, 1815 (2007)).

⁹²⁵ Ces résultats ont été démontrés empiriquement par A.V. Thakor *et al.*, *US Chamber Inst. For Legal Reform, The Economic Reality of Securities Class Action Litigation*, 2005, disponible sur <http://www.instituteforlegalreform.com/issues/docload.cfm?docId=855>.

⁹²⁶ V. notamment J. Finnerty & G. Pushner, *An Improved Two-Trader Model for Measuring Damages in Securities Fraud Class Actions*, 8 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 213, 230-32 (2003) ; M. Barclay & F.C. Torchio, *A Comparison of Trading Models Used for Calculating Aggregate Damages in Securities Litigation*, *Law & Contemp. Probs* 105, 117-18 (2001). Ces modèles empiriques utilisent généralement un « two-trader model » qui distingue entre les « traders », réalisant des transactions sur une base fréquente, et les « investors » qui achètent généralement dans le but de conserver. En moyenne, le petit investisseur a une activité de négociation moins importante que l'investisseur institutionnel, notamment en raison des coûts de transaction plus élevés. On considère généralement que dans une action collective, 20% des demandeurs sont des traders actifs alors que 80% sont des investisseurs passifs.

⁹²⁷ J.C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 *Colum. L. Rev.* 1534, 1560 (2006), cite l'étude empirique de W.T. Carleton, M.S. Weisbach & E.J. Weiss, *Securities Class Action Lawsuits: A Descriptive Study*, 38 *Ariz. L. Rev.* 491, 497 (1996), selon laquelle la durée moyenne de la période de référence dans une action collective est de 358 jours. Il en conclut ainsi qu'étant donné que les investisseurs de détail n'auront généralement pas acheté la majorité de leurs actions de la société durant

Il en résulte ainsi, d'un point de vue individuel, un jeu à somme négative pour un investisseur non diversifié, et, d'un point de vue global, comme l'a bien montré la doctrine américaine, un transfert systématique de richesses de la part des « *buy and hold investors* » (c'est-à-dire des investisseurs qui achètent pour conserver et réalisent peu de transactions, généralement moins d'une par an), et qui ont acheté en moyenne en dehors de la période d'information défectueuse, au profit des « *in and out traders* », c'est-à-dire les investisseurs qui achètent pour revendre, et donc plus souvent pendant la période d'information défectueuse. L'investisseur qui bénéficie des actions collectives est, par conséquent, celui qui négocie le plus fréquemment sur le marché, le plus diversifié (par exemple, les *hedge funds*), et ce au détriment du petit investisseur qui achète et conserve, par exemple dans le but d'assurer sa retraite ou parce qu'il bénéficie d'une rémunération en actions en tant que salarié ou cadre de la société⁹²⁸. Ce constat de fait, selon lequel le système profite globalement aux investisseurs diversifiés au détriment des investisseurs non diversifiés, s'oppose ainsi à la position adoptée par une partie minoritaire de la doctrine qui demande le maintien de la théorie de la fraude sur le marché et des actions collectives boursières en vue d'assurer l'indemnisation des investisseurs non protégés par la diversification⁹²⁹.

409 - **Conclusion de la Section I.** La théorie de l'altération du cours, même si elle constitue le fondement de la responsabilité civile sur le marché secondaire aux Etats-Unis, et lui assure une certaine effectivité au moyen de nombreuses actions collectives, doit être rejetée. Et cela pour deux raisons principales. D'une part, le préjudice d'altération de cours se caractérise par une incertitude trop forte. Premièrement, au regard de sa caractérisation conceptuelle, particulièrement délicate, s'agissant notamment de la soustraction du préjudice de surévaluation, en situation de surévaluation, ou du gain de sous-évaluation, en situation de sous-évaluation. Deuxièmement, au regard de son évaluation pratique, la technique des études

cette période inférieure à une année précédant la date de rectification de l'information, ils supporteront en moyenne une partie du coût de l'indemnisation et du contentieux, sans rien percevoir de l'indemnisation. Tel n'est pas le cas, en revanche, lorsque l'investisseur achète dans le cadre d'une introduction en bourse sur le marché primaire.

⁹²⁸ En outre, aux Etats-Unis, le *PSLRA* a eu pour effet de donner le rôle de représentant de la classe (*lead plaintiff*) à un investisseur institutionnel diversifié (typiquement, un grand fonds de pension soumis à des exigences de diversification ou une institution financière elle aussi probablement diversifiée), *a priori* peu sensible aux intérêts des investisseurs non diversifiés. Cf. *supra*.

⁹²⁹ V., ainsi, R.A. Booth, *Who Should Recover What in a Securities Fraud Class Action*, préc., p. 9, concédant en outre que tous les investisseurs ne sont pas diversifiés et que l'investisseur individuel moyen détient quatre actions aux Etats-Unis ; T.A. Dubbs, *A Scotch Verdict on « Circularity » and Other Issues*, *Wisconsin Law Review*, 455 (2009).

d'événement, couramment utilisée à ce titre, n'apparaissant pas suffisamment convaincante pour surmonter les défis que pose le fait économique aux juristes, s'agissant d'un préjudice économique pur.

D'autre part, l'altération du cours ou son indemnisation ne se traduit, en termes de probabilité, que par un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié, étant donné que l'auteur de l'information défectueuse est un tiers à la transaction. En fait, le préjudice d'altération du cours est déjà, en grande partie, réparé par le marché lui-même à travers le recours à la diversification, largement pratiquée par les investisseurs sur les marchés financiers, sans qu'il soit besoin de faire appel à la responsabilité civile ou même à d'autres techniques d'indemnisation (fonds de garantie par exemple).

Autant la littérature américaine a mis en évidence ce problème avec force – on l'a vu, le professeur John Coffee est allé jusqu'à dire que tant qu'il ne serait pas réglé, on ne ferait que « *déplacer les chaises sur le pont du Titanic* »⁹³⁰ ; autant, il a été largement ignoré par la doctrine française⁹³¹, sans doute parce que le système juridique français n'a été, pour l'instant, que peu concerné par des indemnisations de grande ampleur sur le marché secondaire. Or, même s'il relève d'une analyse autre que purement juridique, ce problème ne saurait, pour autant, être passé sous silence : il est fondamental dans le débat sur l'aménagement de la responsabilité civile sur le marché secondaire, et plaide, à l'évidence, contre un tel aménagement par l'adoption de la théorie de l'altération du cours.

Il est temps maintenant d'expliquer les raisons pour lesquelles nous faisons le choix du préjudice prouvé d'altération de la décision.

⁹³⁰ Cf. *supra*.

⁹³¹ La doctrine française, de manière générale, relativise le problème ou le passe complètement sous silence, alors même que les émetteurs ont fait l'objet d'actions en responsabilité civile pour information défectueuse en droit français (comme dans l'affaire *Sidel* par exemple, cf. *supra*). Elle relève en général le problème de circularité, mais uniquement au sein de la société, et plaide en général pour une plus grande mise en cause des auteurs autres que l'émetteur, et notamment des dirigeants sociaux. V., ainsi, A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 525 et s. ; V. Magnier, *Information boursière et préjudice des investisseurs*, D., 2008, chron., p. 558, qui note, s'agissant de l'exigence d'une faute séparable des fonctions, que « *les investisseurs sont (...) incités à agir, d'abord contre la société, ce qui revient, de manière tout à fait paradoxale, à exiger des actionnaires eux-mêmes de payer le prix de la faute* » ; N. Spitz, *op. cit.*, n° 115 et s., qui relativise le problème en observant qu'il ne se pose qu'en cas d'information publique défectueuse par l'émetteur dans le cadre d'une analyse globale et non par rapport au droit individuel d'un investisseur d'obtenir réparation ; rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., p. 76, qui a adopté une justification bien peu convaincante, en estimant que « *la charge pesant sur la société – et donc sur ses actionnaires – d'indemniser les préjudices subis du fait de la diffusion de fausses informations représentait le coût de l'efficience du marché, qui devait logiquement être assumée par les sociétés qui tirent avantage de cette efficience* ».

Section II - **Le choix du préjudice prouvé d'altération de la décision**

410 - **Le choix du préjudice prouvé d'altération de la décision. Distinction selon les auteurs de l'information publique sur le marché secondaire.** Les acteurs des marchés financiers sont divers. Mme Anastasia Sotiropoulou écrit ainsi : « *la détermination des personnes à l'encontre desquelles une action civile en réparation peut être intentée constitue une question cruciale. Le cercle des parties défenderesses à une telle action se révèle prima facie particulièrement large, dans la mesure où il est susceptible d'englober toutes les entités chargées de contrôler, d'une manière ou d'une autre, les informations publiées par la société* »⁹³².

L'information n'a pas les mêmes caractéristiques, ni les mêmes effets en fonction de sa provenance. Si celle qui provient de l'émetteur est, en grande partie, une information factuelle et a essentiellement un effet sur le cours de bourse ; tel n'est pas le cas de celle délivrée par les intermédiaires informationnels publics, notamment les agences de notation et analystes financiers, qui constitue une opinion, autant susceptible d'altérer le processus décisionnel de l'investisseur que le cours de bourse. Il n'en demeure pas moins qu'aussi bien pour l'information émanant de l'émetteur (**Sous-section I**), que pour celle émanant des intermédiaires informationnels publics (**Sous-section II**), nous privilégions la réparation du préjudice prouvé d'altération de la décision.

Sous-section I - L'information par l'émetteur

411 - **Considérations liminaires. Rejet des propositions doctrinales en faveur d'une présomption d'altération concrète de la décision.** Plusieurs auteurs se sont prononcés en faveur de l'instauration en droit français d'une présomption d'altération concrète de la décision en matière d'information publique défectueuse. Mme Anastasia Sotiropoulou, par exemple, se dit en faveur de l'adoption de commencements de preuve ou d'une présomption d'influence intellectuelle. Elle remarque, en effet, que dans les litiges de masse, le juge devrait en théorie s'interroger sur l'incidence de l'information litigieuse sur la décision de chaque investisseur considéré isolément, ce qui conduirait à traiter différemment les

⁹³² A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 488.

investisseurs concernés. Elle observe cependant que le juge français a refusé jusqu'à présent à se livrer à une telle démarche, peut-être en raison des coûts qui seraient induits, et n'a pas hésité à retenir une logique de réparation collective du préjudice, comme dans l'affaire *Sidel*. Elle en conclut qu'un remède approprié consisterait ainsi à renverser la charge de la preuve en présumant le lien de causalité ; en d'autres termes, l'investisseur serait exonéré de la charge de prouver qu'il a procédé à la transaction litigieuse en se fondant sur l'information erronée. Elle estime toutefois que la présomption devrait être simple, l'émetteur pouvant établir que d'autres motifs ont déterminé le choix d'investissement. Elle estime que la mise en place de cette présomption simple serait de nature à renforcer le « *private enforcement* » de la réglementation boursière⁹³³.

Dans le cadre de leur proposition doctrinale de création d'un Tribunal des marchés financiers, M. Dominique Schmidt et Mme Anne-Valérie Le Fur se sont également prononcés en faveur de l'adoption d'une telle présomption. Ils estiment en effet que « *la réparation du préjudice est une exigence à valeur constitutionnelle qui doit être satisfaite par des moyens appropriés pour remplir de ses droits celui qui subit un dommage. De plus, elle contribue à la prévention des actes dommageables par son effet dissuasif et ajoute à la répression pénale et administrative, ce en quoi elle participe à la régulation des marchés* ». Constatant la rareté des actions en réparation causées par les abus de marché, en comparaison des sanctions prononcées par la Commission des sanctions en la matière, ils préconisent non seulement de centraliser les contentieux civil, pénal et administratif au sein de la même juridiction, mais également la mise en place d'une présomption de causalité, en matière plus précisément de fausse information. Ils écrivent ainsi : « *la preuve du lien de causalité entre l'abus de marché fautif et le préjudice s'avère complexe, ce qu'on peut illustrer par le débat habituel lors d'un procès pour diffusion de fausses informations sur le marché. Le plaignant affirme que ces informations lui étaient connues au moment où il a opéré sur le marché ou décidé de conserver ses titres, puis qu'elles ont eu un impact sur le cours, et enfin, qu'elles ont déterminé son arbitrage. Le défendeur répond que la preuve de la connaissance des informations n'est pas pleinement rapportée, que le cours boursier a évolué par l'effet de la conjugaison de plusieurs autres facteurs et que l'investisseur s'est déterminé en fonction de*

⁹³³ A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 570 et 571.

ces informations, mais aussi de multiples paramètres de décision. Dans ce type de différends, la charge de la preuve dicte l'issue du procès. Aussi, le droit des marchés financiers devrait-il prendre ses distances avec le droit commun et mettre en place des présomptions qui reposeraient sur la constatation que la diffusion consciente de fausses informations a précisément pour objet de tromper les investisseurs »⁹³⁴.

Nous sommes, pour notre part, fermement opposé à l'introduction d'une telle présomption de causalité. Tout d'abord, remarquons qu'elle est fondée sur un motif de politique juridique – la protection de l'investisseur, et notamment du petit investisseur, en tant que partie faible, ayant du mal à faire valoir ses droits – et non sur la vraisemblance. En effet, dans la plupart des cas, ce n'est pas l'information délivrée par l'émetteur sur le marché secondaire, qui aura été déterminante de la décision de l'investisseur de détail, même si l'information a eu « *précisément pour objet de tromper les investisseurs* », comme l'écrivent M. Dominique Schmidt et Mme Anne-Valérie Le Fur. Premièrement, parce que les petits investisseurs ne prêtent généralement qu'une attention limitée aux informations délivrées par la société sur le marché secondaire, et parce qu'ils sont mus par une multitude de facteurs, notamment personnels, autres que l'information défectueuse. Deuxièmement, parce qu'étant une information délivrée publiquement, l'information défectueuse, par exemple exagérément positive, aura certes rendu l'action plus attractive en embellissant la situation de l'émetteur, mais également plus chère et donc moins attractive. Il nous semble ainsi que, pour les investisseurs de détail, le préjudice causé par l'information défectueuse sera bien plus vraisemblablement un préjudice d'altération de cours qu'un préjudice d'altération de la décision.

⁹³⁴ A.-V. Le Fur et D. Schmidt, *Il faut un tribunal des marchés financiers*, D. 2014, p. 551, n° 18 et s. *Adde Définition et évaluation des préjudices économiques des entreprises*, table ronde, Cahiers de droit de l'entreprise, 2014, n° 1, spéc. p. 15 et 16, l'observation de M. Maurice-Antoine Lafortune, avocat général honoraire près la Cour de cassation : « *je pense qu'il existe un aléa judiciaire dans tout procès. En effet, celui qui intente une action en justice court le risque d'être débouté par le tribunal saisi. Mais la question peut se poser de savoir si, dans le domaine de l'économie comme du fonctionnement des marchés boursiers qui concernent des secteurs qui touchent à l'ordre public, il ne serait pas nécessaire, à l'exemple de certains droits étrangers (je pense au droit américain notamment), d'introduire des présomptions de responsabilité à l'encontre des auteurs de certains dommages complexes. Elles joueraient un rôle de prévention des agissements de ceux qui seraient tentés de commettre les dommages, mais aussi faciliteraient le succès des actions tendant à l'indemnisation des victimes en raison du renversement de la preuve qui pèserait sur les auteurs des faits dommageables. La chambre commerciale, économique et financière de la Cour de cassation a statué dans ce sens dans son arrêt de principe du 30 mars 2010 (arrêt Crédit Martiniquais) qui fait peser sur les membres du conseil d'administration ou du conseil de surveillance de la société une présomption de faute lorsque les décisions prises par ces organes ont pu causer des préjudices réparables à la société, aux actionnaires, voire aux tiers* ».

Dès lors, cette présomption est justifiée non pas par la vraisemblance, mais par un souci de protection des petits porteurs. Cela n'est pas problématique en soi, le droit français admettant couramment des présomptions de causalité⁹³⁵, notamment en matière de préjudices corporels⁹³⁶, dans un objectif de protection des victimes, lorsqu'elles se trouvent dans l'impossibilité de rapporter la preuve du lien de causalité. Toutefois, sur les marchés financiers, une telle présomption nous apparaît particulièrement problématique, en ce qu'elle aurait pour conséquence de faire de l'émetteur un assureur de l'investisseur contre l'aléa boursier que celui-ci serait ainsi dispensé d'assumer. D'une part, elle fausserait le fonctionnement du marché en décorrélant le risque encouru du rendement espéré. D'autre part et surtout, elle serait contraire à l'un des objectifs majeurs que nous avons assignés à la responsabilité civile, à savoir la responsabilisation des investisseurs, qui constitue, selon nous, un des meilleurs moyens d'assurer leur protection face aux risques boursiers, et participe également du bon fonctionnement du marché. Enfin, le caractère réfragable de cette présomption, proposé par ses défenseurs, est largement illusoire. Comment l'émetteur pourrait-il démontrer, qui plus est dans un contentieux de masse, qu'un investisseur ne s'est pas fondé sur une information, une fois qu'on l'a présumé ? Il faut bien admettre que, *de facto*, cette présomption sera quasi-irréfragable. Nous ne sommes donc pas favorable à l'instauration de cette présomption d'altération de la décision, s'agissant de l'information délivrée par l'émetteur.

⁹³⁵ V., notamment, G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 363 et s., expliquant que pour venir en aide aux victimes, la loi et la jurisprudence ont créé certaines présomptions, très diverses et d'importance inégale, qui réalisent un véritable renversement de la charge de la preuve, dans différents domaines (accidents nucléaires, accidents du travail et maladies professionnelles, accidents de la circulation, contaminations transfusionnelles).

⁹³⁶ V., notamment, G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 367-1 ; M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 516 et s., et n° 813 et s. sur la responsabilité médicale. Adde A. Guégan-Lécuyer, *Incertitude et causalité*, in *Le traitement juridique et judiciaire de l'incertitude*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2008, p. 203. Il est ainsi notamment des contentieux opposant les fabricants de produits de santé à des patients confrontés à la difficulté d'établir que les produits concernés leur ont causé de graves préjudices corporels. Ainsi, s'agissant de la contamination du sang par le virus de l'hépatite C, la Cour de cassation a instauré une présomption de causalité de droit particulièrement favorable aux victimes (Cass. 1^{re} civ. 9 mai 2001, n° 99-18161, Bull. civ. I, n° 130 ; Cass. 1^{re} civ. 17 juill. 2001, deux arrêts, n° 00-10299 et n° 00-10883, Bull. civ. I, n° 234), et que le législateur a ensuite consacrée (L. n° 2002-303 du 4 mars 2002, art. 102). Il en a été de même en matière d'exposition au distilbène (Cass. 1^{re} civ. 24 sept. 2009, UCB Pharma et Novartis Santé Familiale, n° 08-10.081 et n° 08-16.305 : RTD civ. 2010 p. 111, note P. Jourdain ; D., 2009, AJ, p. 2342, obs. I. Gallmeister ; D., 2010, p. 49, note P. B. ; RDSS, 2009, p. 1161, note J. Peigné ; JCP, 2009, n° 44, 381, note S. Hocquet-Berg ; RCA, 2009, études 15, par Ch. Radé ; RLDC, 2010, p. 3671, éclairage par B. Parance). La Cour de cassation a même encouragé les juges du fond à admettre la preuve par des présomptions de fait en l'absence de lien scientifiquement établi entre le produit suspecté et la pathologie de la victime (notamment en cas de sclérose en plaques consécutive à une vaccination contre l'hépatite B : Cass. 1^{re} civ. 22 mai 2008, deux arrêts, n° 05-20137 et n° 06-10967). V. S. Carval, *La réparation du dommage concurrentiel dans le droit français de la responsabilité : le point de vue d'un civiliste*, *Concurrences*, n° 2, 2014, p. 52, spéc. n° 14.

412 - **Considérations liminaires. Rejet de la présomption prétorienne de l'altération abstraite de la décision.** Nous ne sommes pas non plus favorable, pour des raisons proches, à la réparation de la perte de chance abstraite consacrée par la Cour de cassation, et qui constitue, comme on l'a dit, à la fois une présomption de causalité et de préjudice moral⁹³⁷. Certains auteurs ont pu voir dans cette limitation à la réparation de la perte de chance de mieux arbitrer, à l'exclusion de toute perte financière, l'expression d'une politique judiciaire manifestant une certaine conception de l'investisseur sur le marché. M. Jérôme Chacornac écrit ainsi : « *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 (...). En somme, ne peut être indemnisée que la fraction des pertes qui ne correspond 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 indemnisable que ses conséquences patrimoniales pour l'investisseur* »⁹³⁸.

Nous ne sommes pas convaincu : nous ne voyons pas en quoi, par principe, sur un marché financier, quoique risqué, l'investisseur n'aurait pas droit à la réparation de la totalité de ses pertes, dès lors qu'elles ont été causées par la faute d'un autre et non par l'aléa du marché ; nous ne voyons pas plus en quoi la théorie de la perte de chance abstraite ne vient indemniser que « *la fraction des pertes qui ne correspond pas à la réalisation d'un risque normal sur le marché* », et ce d'autant que cette indemnisation est tout à fait aléatoire... Si nous avons rejeté, nous aussi, la théorie de l'altération de cours, ce n'est pas en raison de cette conception théorique de l'activité d'investissement, que l'on peine à saisir précisément, mais tout simplement parce qu'elle conduit à la réparation d'un préjudice incertain et, en grande partie, déjà réparé par le marché.

La théorie prétorienne de la perte de chance abstraite nous paraît, au contraire, particulièrement artificielle : le montant de l'indemnisation est parfaitement arbitraire, en contradiction avec le principe de réparation intégrale, comme, d'ailleurs, pour tout préjudice

⁹³⁷ Cf. *supra*.

⁹³⁸ J. Chacornac, *op. cit.*, n° 888. Dans le même sens, A. Gaudemet, *Réparation du préjudice boursier : l'hypothèse d'une politique jurisprudentielle*, Bull. Joly Bourse, juill. 2014, p. 340.

moral ; le cercle des victimes est potentiellement illimité, les investisseurs de la terre entière ayant été atteints dans leur liberté d'arbitrer ; et elle n'est pas dénuée de toute coloration punitive. Enfin, elle nous paraît, elle aussi, dangereuse du point de vue de la nécessaire responsabilisation des investisseurs sur le marché. Cette jurisprudence doit, donc, être abandonnée.

413 - **Une conception restrictive justifiée par la fonction réparatrice de la responsabilité civile et les fonctions du droit financier.** Il ressort logiquement, des considérations précédentes, que n'étant favorable ni à l'instauration d'une présomption de causalité permettant systématiquement la réparation d'une altération concrète de la décision, ni à la jurisprudence consacrant l'altération abstraite de la décision, nous adoptons une conception restrictive, consistant à limiter la réparation au préjudice prouvé d'altération de la décision du fait de l'information défectueuse délivrée par l'émetteur. Précisons d'ailleurs que cette analyse doit, à notre sens, s'appliquer également à la responsabilité civile des commissaires aux comptes envers les investisseurs, dès lors que ceux-ci ont pour mission de certifier et de contrôler l'information produite par l'émetteur et doivent donc recevoir le même traitement que ce dernier⁹³⁹.

⁹³⁹ V., de manière générale, A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1477 et 1478, estimant notamment qu'il existe un lien de causalité suffisant entre la faute du commissaire aux comptes et le préjudice éventuel de l'investisseur, pour le considérer responsable envers le public. Adde D. Kling, *La responsabilité civile des commissaires aux comptes, in dossier La responsabilité des organes et des autorités de contrôle des sociétés*, Journ. stés, sept. 2011, n° 90, p. 11, spéc. p. 22 ; J.-F. Barbiéri, *Quelques observations sur le fondement, la nature et le domaine de la responsabilité civile des commissaires aux comptes*, Bull. Joly Sociétés, mai 2004, n° 5, p. 617. L'on notera que le rôle des commissaires aux comptes est d'autant plus important dans les sociétés cotées que l'information financière est adressée au public, d'où l'organisation par la loi de relations particulières avec l'AMF (v., notamment, Th. Granier, *Le commissaire aux comptes dans les sociétés qui font appel public à l'épargne, in Aspects actuels du droit des affaires : mélanges en l'honneur de Yves Guyon*, Dalloz, 2003, p. 457 ; de manière générale, A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1462 et s.), et la reconnaissance du pouvoir de sanction de l'AMF à leur encontre (v. Cass. com. 11 juill. 2006, n° 05-18.528 et 05-18.337 : D., 2006, AJ, p. 2034, obs. A. Lienhard ; Bull. Joly, 2006, n° 283 et 284, note Th. Granier ; Bull. Joly Bourse, juill. 2006, n° 4, p. 443, note B. Garrigues et S. Bonfils ; Dr. sociétés, nov. 2006, n° 11, comm. 165, note Th. Bonneau ; JCP E, 2006, 2564, note Y. Paclot ; JCP E, 2007, 1049, n° 8, obs. J.-J. Caussain, F. Deboissy et G. Wicker ; RTDF, 2006/3, p. 168, obs. N. Rontchevsky ; Banque et droit, sept.-oct. 2006, n° 109, p. 60). Les commissaires aux comptes sont également tenus à une responsabilité disciplinaire et pénale (v., notamment, C. Com., art. L. 820-7, sur le délit de confirmation d'informations mensongères). Des auteurs ont pu, de manière générale, plaider en faveur du plafonnement de la responsabilité civile des commissaires aux comptes (v. Ph. Merle, *Vers un plafonnement de la responsabilité civile des commissaires aux comptes ?*, in *Mélanges Goubeaux*, LGDJ, 2009, p. 365, proposant un plafonnement permettant de ne pas imposer des charges excessives à ces professionnels ; A. Miller, *Monetary Caps on Damages due to the Liability of Auditors for Audit Failures in Publicly Listed Companies*, 2008, disponible sur SSRN). La Commission européenne a d'ailleurs proposé, en 2008, de limiter la responsabilité civile des commissaires aux comptes (Comm. CE, recomm. n° C(2008) 2274, 5 juin 2008, relative à la limitation de la responsabilité civile des contrôleurs légaux et des cabinets d'audit, JOUE n° L 162/39, 21 juin 2008 : A. Robert, *Vers une responsabilité limitée des commissaires aux comptes*, D., 2008, n° 44, p. 3106 ; A.-C. Muller, *Contrôle légal des comptes*, RDBF, sept. 2008, n° 5, comm. 150). Adde, pour d'autres propositions, v. L.A. Cunningham, *Choosing Gatekeepers: The Financial Statement Insurance Alternative to*

Il convient, donc, maintenant d'examiner les résultats sur lesquels déboucherait une telle limitation au préjudice prouvé d'altération concrète de la décision. L'on s'aperçoit alors que ces résultats assurent assez bien les finalités que nous nous sommes fixées, de sorte que cette conception restrictive est justifiée tant par la fonction réparatrice de la responsabilité civile (**Paragraphe 1**), que par les fonctions du droit financier (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - **Une conception restrictive justifiée par la fonction réparatrice du droit de la responsabilité civile**

414 - **Fondements de l'analyse.** Il nous faut d'abord préciser les fondements de l'analyse que nous allons maintenant conduire. Premièrement, cette analyse est fondée sur le préjudice d'altération du cours. Cela peut paraître curieux étant donné que nous avons préalablement affirmé que la réparation de ce préjudice devait être, de manière générale, rejetée. Expliquons-nous. Certes, le préjudice d'altération de cours ne peut, de par son incertitude et le fait qu'il est déjà réparé par le marché, faire l'objet d'une indemnisation effective. Il n'en reste pas moins qu'il reste valable aux fins d'une analyse théorique, au sens où c'est un préjudice d'altération du cours qui est essentiellement subi par les investisseurs en cas d'information publique défectueuse par l'émetteur.

Deuxièmement, elle repose, comme nous l'avons justifié en introduction, sur l'appréciation de l'efficacité de la fonction réparatrice, et de l'impératif de justice qui la sous-tend, aussi bien dans sa dimension individuelle que collective. En d'autres termes, si d'un point individuel, un investisseur est parfaitement susceptible de subir un préjudice - soit parce qu'il n'est pas diversifié soit parce que, tout en étant diversifié, il a la malchance de se trouver davantage, du fait des transactions qu'il a effectuées, du côté des perdants que des gagnants -, il se peut que la prise en compte de l'efficacité collective de la réparation conduise à sacrifier ses intérêts et à lui dénier droit à réparation. Comme on le verra, la prise en compte de la dimension collective prendra, toutefois, essentiellement la forme d'un raisonnement de nature probabiliste au regard d'un investisseur individuel.

Auditor Liability, 52 *UCLA L. Rev.* 413 (2004) ; P. Giudici, *Auditor's multi-layered liability regime*, *European Business Organization Law Review*, 2012, 13(4), p. 501.

Pour mener à bien cette analyse, il nous faudra, plus précisément, nous appuyer sur un double critère. D'une part, la nécessité de l'indemnisation, appréciée essentiellement sous l'angle collectif : l'aménagement de la responsabilité civile est-il nécessaire pour assurer correctement l'indemnisation de l'ensemble des investisseurs ou bien d'un groupe d'investisseurs ? D'autre part, la légitimité de l'indemnisation, appréciée cette fois sous l'angle individuel : l'aménagement de la responsabilité civile se justifie-t-il au regard du comportement adopté par un investisseur particulier ?

Il en résulte qu'une telle analyse nécessite au préalable une nouvelle catégorisation fonctionnelle des investisseurs (A). Elle nous permettra de conclure à la limitation de l'indemnisation aux investisseurs que nous qualifierons d'« *informés* » (B).

A - La nécessité d'une nouvelle catégorisation fonctionnelle des investisseurs

415 - **Nouvelle catégorisation fonctionnelle des investisseurs.** L'analyse requiert une nouvelle catégorisation des investisseurs, par rapport aux catégorisations fonctionnelles traditionnelles (1), dont il convient de déterminer les critères (2).

1 - Les catégorisations fonctionnelles traditionnelles

416 - **Des catégorisations fonctionnelles fondées sur le degré de sophistication.** Comme le relèvent M. Thierry Bonneau et Mme France Drummond, l'absence de définition de la notion d'investisseur « *contraste avec le luxe de précisions avec lesquelles le législateur définit les composantes de la catégorie* »⁹⁴⁰. En effet, si la notion est largement utilisée par le droit positif sans qu'il en ait donné une définition générale, la nécessité d'une distinction entre investisseurs selon leur degré de sophistication s'est imposée progressivement, au juge puis au législateur, dans un but fonctionnel : adapter au mieux leur degré de protection à l'occasion de différentes opérations ou activités sur des marchés intrinsèquement risqués, afin d'assurer cette protection sans toutefois entraver lesdites opérations ou activités⁹⁴¹. Comme l'écrivent ces auteurs, « *la question est de savoir si tous les investisseurs méritent le même traitement :*

⁹⁴⁰ V. Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 450 et s.

⁹⁴¹ V. *ibid.*, n° 454.

il est évident que les professionnels de la gestion de l'épargne ne sont pas dans la même situation que le particulier qui gère directement son patrimoine. Et ce dernier peut être lui-même plus ou moins averti des mécanismes boursiers et des risques liés aux placements financiers. Cette diversité des investisseurs, qui sont tant français qu'étrangers, explique que l'on ait identifié une pluralité de catégories pour différencier et moduler la protection accordée »⁹⁴². Toutefois, si la démarche est commune, elle n'a pas abouti à une catégorisation unifiée, puisque différentes distinctions ont été mises en place selon la nature et la source de la règle⁹⁴³. Une harmonisation a toutefois déjà été réalisée et cette classification revêt aujourd'hui essentiellement deux formes en droit français : la distinction prétorienne entre investisseur averti et profane (**a**), et la distinction légale entre investisseur professionnel et non professionnel (**b**).

a - La distinction prétorienne entre investisseur averti et profane

417 - **La distinction entre investisseur averti et profane dans le cadre de l'obligation de mise en garde.** La première distinction a été utilisée par la jurisprudence, dans le cadre du contentieux de la responsabilité des intermédiaires financiers n'ayant pas satisfait à leur obligation de couverture des opérations à terme, lorsqu'elle a mis à jour en 1991 dans l'arrêt Buon⁹⁴⁴ une obligation, à la charge desdits intermédiaires, d'information sur les risques encourus par les investisseurs réalisant des opérations spéculatives sur les marchés à terme dès lors qu'ils n'en avaient pas connaissance, ce qui revenait à distinguer entre investisseurs avertis et investisseurs profanes, seuls créanciers de cette obligation. La notion a ensuite été utilisée dans de nombreuses décisions, mais comme le font remarquer M. Thierry Bonneau et Mme France Drummond, *« l'expression elle-même n'est pas pour autant consacrée ; les juges du fond comme la Cour de cassation préférant en général utiliser des périphrases exprimant la connaissance, par le client, des risques présentés par les opérations spéculatives. Cette connaissance peut être révélée par l'expérience, la compétence professionnelle de l'investisseur, ou encore par la nature des opérations réalisées. Les juges*

⁹⁴² Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 63. Sur l'éducation financière des investisseurs, v. Décision de la Commission du 30 avril 2008 instituant un groupe d'experts en éducation financière (JOUE, n° L. 125/36 du 9 mai 2008).

⁹⁴³ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 454.

⁹⁴⁴ Cass. com. 5 nov. 1991, Buon : Bull. Joly Bourse, 1993, p. 292, note F. Peltier.

se livrent à une analyse in concreto »⁹⁴⁵. Cette obligation d'information à la charge du prestataire a ensuite été consacrée légalement, notamment à l'article L. 533-4 du Code monétaire et financier, par la loi de modernisation des activités financières (MAF) du 2 juillet 1996, transposant la directive Servives d'investissement de 1993, mais encore une fois sans reprendre directement la distinction entre investisseur averti et investisseur profane, préférant faire référence aux « *compétences professionnelles* » du client.

b - La distinction légale entre investisseur professionnel et non professionnel

- 418 - **Evolution.** Si dans un premier temps, ont coexisté deux catégorisations légales, l'une, entre investisseur qualifié et non qualifié, utilisée dans le cadre de l'offre de titres au public et l'autre, entre client professionnel et non professionnel, dans celui des obligations des prestataires de services d'investissement à l'égard de leurs clients, ces deux catégorisations ont désormais été harmonisées à travers l'absorption de la première par la seconde.
- 419 - **La coexistence de deux catégorisations légales.** Après celle opposant investisseur averti et profane, la deuxième distinction, entre investisseur qualifié et non qualifié, a été introduite en droit français par la loi du 2 juillet 1998 dans le cadre de la réforme du régime de l'appel public à l'épargne et de l'instauration du nouveau concept de « *placement privé* ». En effet, comme l'exige la directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003 dite « *Prospectus* », le droit positif, désormais réformé par l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 et centré non plus sur la notion d'« *appel public à l'épargne* », mais sur celle d'« *offre au public* »⁹⁴⁶, dispense l'émetteur de publier un prospectus en cas d'offre limitée à des investisseurs qualifiés (ou à un cercle restreint d'investisseurs), celle-ci ne constituant pas une offre au public, mais un placement privé⁹⁴⁷. L'investisseur est par ailleurs défini par rapport au critère d'appréhension des risques compte tenu de ses compétences et de ses moyens : « *un investisseur qualifié est*

⁹⁴⁵ V. Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 454, et les nombreuses décisions citées.

⁹⁴⁶ L'offre au public est désormais définie de la manière suivante : « *l'offre au public de titres financiers est constituée par l'une des opérations suivantes : 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 financiers par des intermédiaires financiers* » (C. mon. fin., art. L. 411-1).

⁹⁴⁷ C. mon. fin., art. L. 411-2, II : « *ne constitue pas une offre au public au sens de l'article L. 411-1 l'offre qui s'adresse exclusivement : 1. Aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers ; 2. A des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre (...)* ».

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 »⁹⁴⁸.

S'agissant de la troisième distinction, entre clients professionnels (et contreparties éligibles) et clients non professionnels⁹⁴⁹, dans le cadre des obligations des prestataires de services d'investissement, elle résulte de la transposition de la directive MIF qui, posant en son considérant 31 le principe que « *les mesures destinées à protéger les investisseurs doivent être adaptées aux particularités de chaque catégorie d'investisseurs* », articule plus finement cette protection en fonction d'une segmentation tripartite, chaque catégorie faisant l'objet d'une définition précise, transposée aux articles D. 533-11 à 533-14 du Code monétaire et financier⁹⁵⁰. De nombreuses voix regrettaient toutefois cette disparité de catégorisation entre offre au public et obligations des prestataires de services d'investissement, et la Commission européenne avait, dans le cadre de sa proposition de révision de la directive Prospectus, appelé à une harmonisation compte tenu de la complexité et des coûts qu'entraînait cette disparité pour les émetteurs et les intermédiaires⁹⁵¹.

420 - Harmonisation par la directive Prospectus 2. L'harmonisation souhaitée entre la notion d'« *investisseur qualifié* » de la directive Prospectus et celle d'« *investisseur professionnel* » de la directive MIF a enfin été réalisée par la directive 2010/73/UE du 24 novembre 2010, révisant la directive Prospectus et dite « *directive Prospectus 2* »⁹⁵². Cette directive permet en effet de définir la catégorie des investisseurs qualifiés, bénéficiant d'une dispense de prospectus, par référence aux listes de clients professionnels et de contreparties éligibles établies en application de la directive MIF, et ce afin de réduire les coûts et la complexité des placements privés. Le considérant 7 de la directive énonce ainsi : « *une telle harmonisation des dispositions correspondantes des directives 2003/71/CE et 2004/39/CE est de nature à réduire la complexité et les coûts pour les entreprises d'investissement en ce qui concerne les*

⁹⁴⁸ *Ibid.*

⁹⁴⁹ La directive MIF parle de « *client de détail* » (art. 4, 1 et 11).

⁹⁵⁰ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 454. Cf. *supra*.

⁹⁵¹ Proposition de révision de la directive sur les prospectus du 24 septembre 2009, consid. 6.

⁹⁵² Directive 2010/73/UE 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 du 11 décembre 2010, L 327/1.

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. L'émetteur devrait pouvoir s'en remettre à la liste des clients professionnels et de contreparties éligibles qui a été établie conformément à l'annexe II de la directive 2004/39/CE. Par conséquent, la définition de l'investisseur qualifié, dans la directive 2003/71/CE, devrait être élargie pour inclure ces personnes ou entités, et il convient de ne pas maintenir de régime distinct pour les registres ».

C'est de cette façon qu'a procédé le droit français lorsqu'a été transposée la directive Prospectus 2 : alors que l'article D. 411-1 du Code monétaire et financier fixant la liste des investisseurs qualifiés, se présentait auparavant comme une longue énumération des différents types d'investisseurs pouvant être reconnus comme qualifiés, il fait désormais simplement référence aux catégories des clients professionnels et des contreparties éligibles issues de la directive MIF. En d'autres termes, la notion d'investisseur qualifié a été absorbée par celle d'investisseur professionnel. Reste la notion d'investisseur averti. En effet, dès lors qu'ont été harmonisées les notions d'investisseur qualifié et d'investisseur professionnel, la seconde ayant absorbé la première, se pose désormais la question de l'achèvement de cette harmonisation, par l'abandon de la distinction entre investisseur averti et profane au profit de la catégorisation légale plus précise issue de la directive MIF. Comme le font remarquer avec justesse M. Thierry Bonneau et Mme France Drummond, « *la Cour de cassation pourrait, avec profit, délaisser la notion et le fondement de droit commun de l'article 1147 du Code civil pour ne plus fonder la responsabilité du prestataire que sur la segmentation légale et les textes spéciaux, dont elle reconnaît qu'ils sont sources d'obligations civiles tout autant que professionnelles* »⁹⁵³.

421 - Remarque complémentaire. Le renforcement de la collectivisation des placements et de l'importance des investisseurs institutionnels. Avec l'augmentation de leurs besoins financiers, les entreprises et l'Etat ont eu de plus en plus recours aux marchés financiers, ce qui a entraîné une financiarisation de l'économie et le développement d'organismes collectifs de placement, dans lesquels les particuliers ont pu placer leur épargne, et plus largement d'investisseurs institutionnels. M. Thierry Bonneau et Mme France Drummond écrivent

⁹⁵³ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 454, et n° 390, pour plus d'explications. Cf. *infra*.

ainsi : « *la nécessité de renforcer les fonds propres des entreprises a également conduit à encourager les placements effectués sur les marchés financiers auxquels l'Etat fait également appel en raison des déficits budgétaires. De tels placements supposent toutefois des compétences que les particuliers n'ont pas, ce qui explique le développement de la gestion indirecte de l'épargne, par le biais des organismes de placement collectif en valeurs mobilières – OPCVM – qui avec les sociétés d'assurance, les établissements de crédit, les caisses de retraite et les fonds de pension, sont regroupés sous l'appellation "d'investisseurs institutionnels" – les Zin-zin – terme "qui désigne des institutions qui gèrent ou font gérer les fonds dont elles disposent"*⁹⁵⁴. En termes de capitalisation boursière, ceux-ci ont une importance considérable en raison du volume des fonds qu'ils gèrent, volume qui explique la naissance d'un "marché de blocs de titres (marché de gros) à côté du marché de détail traditionnel, le seul connu jusque-là avec son public de rentiers fortunés et boursicoteurs" »⁹⁵⁵.

- 422 - **Synthèse.** Les différentes catégorisations traditionnelles des investisseurs ont été adoptées dans un but fonctionnel : assurer la protection des investisseurs tout en préservant l'activité du marché. Elles ont déjà été harmonisées et vont l'être probablement encore davantage autour de la seule catégorisation issue de la directive MIF, en ce qu'elle constitue la segmentation légale la plus fine et la plus précise, distinguant entre contreparties éligibles, clients professionnels, et clients non professionnels. Cette classification n'est toutefois pas adaptée à la fonction réparatrice de la responsabilité civile, qui nécessite, comme nous allons le voir, la prise en compte d'autres critères : une nouvelle catégorisation fonctionnelle s'impose donc.

⁹⁵⁴ Citant H. Gastinel et E. Bernard, *Les marchés boursiers dans le monde. Situation et évolutions*, préf. M. Prada, Montchrestien, 1996, p. 114. Ils précisent que : « *connus dans le jargon financier sous l'appellation "zin-zin", les investisseurs institutionnels sont des organismes financiers qui, en raison de leur nature ou de leurs statuts, sont tenus de placer une grande partie des ressources qu'ils collectent, en instruments financiers. La définition est doctrinale (...). Ce groupe était visé par le Règlement général de l'AMF aux fins d'alléger un formalisme protecteur. La catégorie n'est plus mentionnée aujourd'hui que comme un sous-ensemble des clients professionnels et contreparties éligibles et à l'article 315-35 du Règlement général, invitant le prestataire chef de file dans une opération de placement à éviter un déséquilibre manifeste, aux dépens des investisseurs particuliers, entre le service de la demande qu'ils formulent et le service de la demande des "investisseurs institutionnels". On a fait remarquer que ces investisseurs, qui sont des gestionnaires institutionnels – gérants d'organismes de placement collectif, de caisses de retraite, de fonds de réserve d'assurance, de fonds salariaux -, constituent une clientèle particulière jouissant d'un statut intermédiaire entre celui de client et celui de prestataire des services d'investissement. L'article L. 531-2 du Code monétaire et financier prévoit, en effet, que ces organismes peuvent fournir des services d'investissement sans avoir besoin d'un agrément à cet effet* » (Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 455).

⁹⁵⁵ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 60.

2 - Les critères d'une nouvelle catégorisation fonctionnelle

423 - **La nécessité d'une nouvelle catégorisation adaptée à la fonction réparatrice de la responsabilité civile.** L'analyse de la fonction réparatrice de la responsabilité civile sur le marché secondaire requiert que l'on établisse une nouvelle catégorisation fonctionnelle des différents types d'investisseurs, prenant en compte, d'une part, le critère tenant au comportement la victime au regard de la légitimité de l'indemnisation (a), et d'autre part, celui relatif à la diversification des investisseurs au regard de la nécessité de l'indemnisation (b)⁹⁵⁶.

a - La prise en compte du comportement de la victime

424 - **La prise en compte du comportement de la victime au regard de la légitimité de l'indemnisation, dans le cadre d'un impératif de justice individuelle.** Si la jurisprudence ne semble guère favorable à l'introduction en droit français d'une obligation de la victime de minimiser son propre dommage, comme elle l'a énoncé à propos des accidents corporels⁹⁵⁷ ou en matière médicale⁹⁵⁸, elle reconnaît de longue date que la faute de la victime dans la production de son propre préjudice doit conduire à une exonération, partielle ou totale, de responsabilité de l'auteur. On pourrait, dès lors, s'interroger sur le point de savoir si la question de la faute de la victime trouve à s'appliquer dans le domaine de l'information publique défectueuse sur le marché secondaire, et notamment dans le cadre de la théorie de l'altération de cours. Il apparaîtrait, en effet, assez naturel d'envisager qu'un investisseur a pu contribuer à son propre préjudice, en ne diversifiant pas son portefeuille, en ne prenant pas

⁹⁵⁶ V. notamment, sur ce point, A. Tehrani, *Les investisseurs protégés en droit financier*, préf. Th. Bonneau, LexisNexis, Bibliothèque de droit de l'entreprise, 2015, p. 734, proposant de définir de nouveaux critères de différenciation des investisseurs. Toutefois, ces critères, visant à une protection plus fine des investisseurs, sont essentiellement fondés sur la compétence, ce qui ne correspond pas à l'optique nécessaire en matière de responsabilité civile.

⁹⁵⁷ V., dans le domaine des accidents corporels, les deux arrêts de principe qui ont été rendus en 2003 : Cass. 2^e civ. 19 juin 2003, n^o 01-13829 et n^o 00-22302 (D., 2003, p. 2326, note J.-P. Chazal ; RTD civ., 2003, p. 716, obs. P. Jourdain). *Adde*, sur ces décisions, J.-L. Aubert, *La victime peut-elle être obligée de minimiser son dommage ?*, RFD. adm., 2004, p. 355 et s. ; S. Pimont, *Remarques complémentaires sur le devoir de minimiser son propre dommage*, Rev. Lamy dr. civ., 2004/10, p. 15 et s., *ibid.* 2004/11, p. 14 et s.

⁹⁵⁸ V. également, en matière médicale, Cass. 1^{re} civ. 3 mai 2006, jugeant que le refus du patient de se soumettre aux traitements préconisés, dès lors qu'il n'a pas l'obligation de les suivre, ne peut entraîner ni la perte ou la diminution de son droit à indemnisation, ni la prise en compte d'une aggravation susceptible de découler d'un tel choix : Bull. civ. I, n^o 214 ; Gaz. Pal., 2006, somm. 4113, obs. M. Bacache-Gibeili ; RTD civ., 2006, 562, obs. P. Jourdain.

connaissance des informations publiques disponibles, ou n'en ayant pas recours à un professionnel. Nous doutons toutefois qu'un juge, ayant constaté de fait l'existence d'un préjudice d'altération de cours, décide en pratique d'en réduire l'indemnisation pour de tels motifs.

La question se pose, en revanche, différemment dans le cadre de notre étude, dès lors qu'elle ne consiste pas à apprécier *in concreto* le montant de l'indemnisation, mais à décider si un aménagement de la responsabilité civile est justifié sur le marché boursier. Or, il nous semble à cet égard que le comportement de la victime doit naturellement être pris en compte pour apprécier si elle est légitime à bénéficier d'un tel aménagement. En clair, l'investisseur qui ne s'est pas diversifié, n'a pas pris connaissance de l'information publique ou s'est abstenu de faire appel à un professionnel «*mérite*»-t-il que l'on assouplisse les conditions de la responsabilité civile pour lui assurer une réparation ? Cette appréciation de la légitimité de la réparation s'inscrit, comme nous l'avons indiqué précédemment, dans le cadre d'un impératif de justice individuelle.

425 - **Devoir de s'informer et droit à l'intégrité du marché de l'investisseur.** La question d'une obligation de s'informer de l'investisseur est toutefois débattue au sein de la doctrine américaine, qui exprime des positions particulièrement contrastées en la matière. D'un côté, un certain nombre d'auteurs, qui s'opposent à la théorie de la fraude sur le marché, soutiennent qu'un investisseur est tenu d'un devoir de s'informer, de sorte qu'il agit avec négligence et ne doit pas bénéficier de la protection de la législation boursière lorsqu'il manque de lire une partie de l'information aisément disponible⁹⁵⁹. De l'autre, les auteurs critiques du système fédéral d'information obligatoire estiment au contraire que l'information financière est devenue si complexe et si technique qu'un investisseur non formé à la comptabilité et à l'analyse financière ne peut que saisir très peu de son contenu et être ainsi éclairé dans sa décision d'investissement⁹⁶⁰ ; ils en concluent que la lecture des documents d'information est devenue une tâche largement inutile, de sorte qu'il n'existe pas de raison rationnelle pour un investisseur d'en prendre connaissance et qu'il n'agit pas avec négligence

⁹⁵⁹ La Cour d'appel du 5^e circuit a ainsi pu rejeter l'action d'un investisseur, en dépit de la violation manifeste de la règle 10b-5 par le défendeur, au motif que le demandeur n'avait pas entrepris de diligences suffisantes avant de prendre sa décision d'investissement (v. *Dupuy v. Dupuy*, 551 F.2d 1005, 1014 (5th Cir.), cert. denied, 434 U.S. 911 (1977)).

⁹⁶⁰ V. par exemple H. Kripke, *The Myth of the Informed Layman*, 28 *Bus. Law.* 631 (1973). *Adde*, du même auteur, *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation In Search of a Purpose*, p. 86 et 87, 1979.

en omettant de les lire⁹⁶¹. Certains auteurs ont même pu mettre en doute la légitimité d'un investisseur à se fonder sur l'information financière et à la tenir pour exacte, au motif que le marché peut être trompé voire se tromper (en interprétant mal une information pourtant factuellement exacte), et remettre ainsi en cause le droit de l'investisseur de se « *reposer* » sur la réglementation boursière (« *right to rely* ») pour garantir l'intégrité du marché et l'exactitude de l'information⁹⁶².

On le voit, les arguments de ce second courant doctrinal remettent en cause le devoir d'un investisseur de s'informer suffisamment au risque d'être tenu pour fautif. S'ils sont loin d'être dépourvus de pertinence, ils n'emportent pas notre conviction. D'une part, ils nous apparaissent trop catégoriques : si l'on ne peut nier que l'information financière est devenue difficilement accessible pour un investisseur moyen, sa compréhension ne nous paraît tout de même pas impossible et sa lecture pas complètement inutile. En outre, sans doute faudrait-il distinguer à cet égard entre l'information continue qui, étant essentiellement de nature comptable et financière, est bien plus malaisée à appréhender que l'information *ad hoc* qui ne consiste que dans la délivrance ponctuelle d'informations privilégiées (par exemple, un avertissement sur résultats). D'autre part et surtout, si un investisseur moyen ne dispose pas des facultés intellectuelles ou du temps nécessaires à la compréhension de l'information financière, n'est-il pas alors raisonnable, de sa part, soit de placer son argent ailleurs que sur des marchés financiers, dont ils ne maîtrisent pas les tenants et aboutissants, soit de faire appel à un professionnel (notamment à travers la collectivisation de l'épargne) ? Il nous semble ainsi qu'en application même de la théorie de la responsabilité civile, il devrait, à défaut, être considéré comme ayant fait preuve d'une négligence fautive, susceptible de diminuer le montant de son indemnisation éventuelle.

Nous sommes encore moins convaincus par les auteurs qui affirment que l'auteur ne dispose pas d'un droit à se fonder sur l'information financière, dans la mesure où la réglementation boursière ne peut garantir à elle seule son exactitude. Pour tout dire, cet argument nous laisse même songeur. Certes l'investisseur doit avoir conscience, à moins de faire preuve d'angélisme, que le cours peut s'écarter, y compris fortement, de la valeur intrinsèque du titre,

⁹⁶¹ Il s'ensuit que les auteurs critiques à l'égard d'un système d'information obligatoire présenteront généralement moins de réticence à l'égard de la théorie de la fraude sur le marché.

⁹⁶² V., ainsi, B. Black, *A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions*, 62 *N.C. L. Rev.* 435, 454-56 (1984).

mais cela ne justifie en rien qu'il n'ait aucun droit à ce que les règles boursières soient respectées et à ce que le marché soit intègre. S'il doit accepter les aléas normaux du marché, et notamment le risque que le marché interprète mal des informations, il n'a pas à accepter des risques anormaux comme de fausses informations ou un abus de marché⁹⁶³. Si un automobiliste doit accepter le risque qu'un orage, des grêlons, la foudre puissent s'abattre sur son véhicule ou sur la chaussée, n'a-t-il pas droit en revanche à ce que ledit véhicule ne lui soit pas dérobé ? Certes, l'on peut exiger de lui une certaine diligence (fermer ses portières, éventuellement se doter d'une alarme...), mais comment lui dénier le droit à l'application des règles ? C'est le fondement même du droit. Et notamment du droit des marchés financiers, qui repose sur le principe de la transparence⁹⁶⁴, le seul particularisme à cet égard étant que l'importance du risque sur ces marchés est de nature à entraîner l'exigence d'une plus grande diligence de la part des acteurs qui y interviennent, et notamment des investisseurs.

426 - **Synthèse.** En conclusion, dans notre choix de politique juridique, il nous apparaît légitime de prendre en compte, dans le cadre d'un impératif de justice individuelle, le comportement de la victime, que celui-ci consiste en un défaut de diversification - lorsqu'il résulte d'une négligence et non d'un choix délibéré de concentrer son investissement sur une valeur qu'elle juge prometteuse -, en un défaut d'information ou d'analyse, ou bien encore, lorsqu'elle ne dispose pas des capacités nécessaires pour appréhender l'information ou mener sa propre analyse, en un défaut de recours à l'assistance d'un professionnel.

⁹⁶³ Notons d'ailleurs qu'aux Etats-Unis, en *common law*, si la *reliance* doit avoir été, dans le *tort* de fraude, légitime, raisonnable (*justifiable reliance*), il s'agit d'une appréciation subjective, fondée sur la compétence, l'expertise, les connaissances et l'expérience de la victime. Il n'est plus exigé, en application du principe *caveat emptor*, une investigation de la victime sur les informations fournies : l'on considère désormais que le destinataire peut légitimement se fonder sur l'information sans investigation plus approfondie même si celle-ci aurait permis de découvrir facilement et rapidement leur fausseté, à moins qu'un élément connu ou apparent ait dû l'avertir que l'information ne pouvait, sans plus d'investigation, être tenue pour vraie. En revanche, si l'information est tellement absurde ou tellement contraire à des faits connus ou évidents qu'aucune personne rationnelle ayant une intelligence, une expérience et une éducation comparables à celles de la victime ne l'aurait crue et utilisée, alors la victime ne pourra avoir gain de cause. En outre, l'information doit avoir été également significative : la notion de *justifiable reliance* comprend en effet celle de *materiality* en ce que la victime n'est pas légitime à se fonder sur une information, même si elle la tient pour vraie, qui serait dépourvue d'importance, non significative (par exemple, l'affirmation par un vendeur automobile qu'une voiture a appartenu à un juge fédéral alors qu'il s'agissait en fait d'un professeur de droit). Le standard est alors celui, objectif, de la personne raisonnable.

⁹⁶⁴ L'on ajoutera, d'ailleurs, qu'en droit français, les auteurs relèvent également que les investisseurs ont un droit à se reposer sur l'intégrité du marché, et notamment sur l'exactitude de l'information délivrée et le mécanisme de formation du cours. A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1493, écrivent ainsi, s'agissant de la préservation de l'intégrité des marchés à travers la répression des abus de marché : « *l'intégrité et l'efficacité des marchés financiers supposent (...) que le public puisse bénéficier, de façon égale, de la plus large information, ou plus exactement de l'information pertinente pour éclairer sa décision d'investissement. Il faut en outre qu'il puisse faire confiance au marché et au mécanisme de formation des cours* ».

b - La prise en compte de la diversification des investisseurs

427 - **La prise en compte de la diversification des investisseurs au regard de la nécessité de l'indemnisation, dans le cadre d'un impératif de justice collective.** L'on distingue traditionnellement, notamment en droit français et en droit européen, les investisseurs selon leur degré d'information, de connaissance et de sophistication : investisseurs profanes, professionnels, institutionnels, etc. Egalement, l'on oppose aux Etats-Unis, de façon assez similaire, les *investors* et *traders*, en fonction de la fréquence des transactions réalisées : les premiers, généralement profanes et achetant en général pour conserver (d'où leur qualification plus précise de *buy-and-hold investors*), réalisent peu de transactions, tandis que les seconds, plus sophistiqués, procèdent généralement à de nombreuses transactions. Niveau d'information ou de connaissance, fréquence des transactions sont des critères qui viennent ainsi généralement différencier les investisseurs professionnels et les investisseurs profanes.

Il manque toutefois, dans la distinction des différents types d'investisseurs au regard de l'appréciation de la responsabilité civile, un troisième critère essentiel : la diversification. Critère qui ne recoupe qu'imparfaitement la distinction traditionnelle entre professionnels et profanes, puisqu'un certain nombre d'investisseurs professionnels sophistiqués va faire le choix de ne pas se diversifier pour privilégier un titre jugé prometteur. Une catégorisation plus complexe, plus fine, en ce qu'elle prend également en compte le critère de diversification, s'impose donc au regard de l'analyse de la nécessité de l'indemnisation et donc de l'aménagement de la responsabilité civile sur le marché secondaire. Cette appréciation va s'inscrire cette fois dans le cadre d'un impératif de justice collective, à travers un raisonnement probabiliste.

428 - **Synthèse.** Ces nouveaux critères de catégorisation – comportement de la victime et diversification des investisseurs - s'inspirent en fait des différents travaux menés en la matière aux Etats-Unis. En effet, si ceux-ci s'inscrivent plus précisément dans la problématique particulière de l'abandon de la théorie de la fraude sur le marché et des actions collectives boursières aux Etats-Unis, ils posent *in fine* la question de l'exigence d'effectivité de la responsabilité civile sur le marché secondaire, ce qui rejoint parfaitement nos préoccupations. Il nous semble que l'analyse la plus féconde à cet égard a été, en dernier lieu, celle menée en

2011 par les professeurs William Bratton et Michael Wachter⁹⁶⁵ qui ont proposé une catégorisation des investisseurs en fonction de leur degré de diversification, d'information et de fréquence de transaction, afin de déterminer la nécessité et la légitimité de leur indemnisation. Ces auteurs distinguent ainsi d'abord les investisseurs diversifiés et les investisseurs non diversifiés, lesquels se subdivisent ensuite en trois sous-catégories : les investisseurs « *fréquents non informés* », les investisseurs à long terme, et les investisseurs « *fréquents informés* ». Il convient maintenant d'examiner cette catégorisation, qui nous permettra de conclure à la limitation de l'indemnisation aux investisseurs « *informés* ».

B - La limitation de l'indemnisation aux investisseurs informés

429 - La catégorisation proposée par les professeurs William Bratton et Michael Wachter.

Nous reprendrons la catégorisation proposée par les professeurs William Bratton et Michael Wachter, que nous jugeons adéquate en matière de responsabilité civile, en partant de la distinction fondamentale entre investisseurs diversifiés et investisseurs non diversifiés, ce qui nous permettra de conclure à une conception restrictive, consistant dans l'absence de nécessité de l'indemnisation pour les investisseurs diversifiés (1) et la limitation de l'indemnisation aux investisseurs informés (2), et donc au rejet de l'aménagement de la responsabilité civile.

1 - Absence de nécessité de l'indemnisation pour les investisseurs diversifiés

430 - **Première catégorie : les investisseurs diversifiés.** Selon MM. William Bratton et Michael Wachter, la première grande catégorie d'investisseurs comprend les investisseurs diversifiés, qu'ils dénomment « *fully diversified portfolio shareholders* » ou « *modern portfolio investors* ». Ces investisseurs, expliquent-ils, ayant compris et admis les principes de la théorie financière moderne, diversifient pleinement leur portefeuille, mesurent leur rendement en comparaison de celui du marché en général et évitent généralement d'effectuer des transactions sur le fondement d'informations spécifiques à une société ; les transactions auxquelles ils procèdent dépendent ainsi essentiellement de leurs capacités financières et de la gestion de leur portefeuille. Par conséquent, concluent-ils, d'un point de vue probabiliste, ils

⁹⁶⁵ W.W. Bratton & M.L. Wachter, *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 *U. Pa. L. Rev.* 69 (2011).

ont en moyenne, autant de chances d'être acheteur ou vendeur à un cours surévalué ; leurs gains et pertes s'équilibrent sur le long terme parce que la diversification les prémunit contre la surévaluation, et ils n'ont par conséquent pas intérêt, dans l'ensemble, de payer une sorte de prime additionnelle d'assurance sous la forme des divers coûts liés au contentieux. En résumé, pour ces auteurs, ces investisseurs diversifiés ne subissent en moyenne pas de préjudice du fait de l'information publique défectueuse ; ils ne subiraient d'ailleurs de préjudice dans leur ensemble qu'en cas de mise en place d'un système de responsabilité civile, qui serait en effet égal aux coûts liés au contentieux. D'ailleurs, seule une faible partie des investisseurs institutionnels diversifiés prennent la peine de participer aux actions collectives⁹⁶⁶.

431 - Analyse : absence de nécessité de l'indemnisation au regard de la justice collective.

Approfondissons l'analyse de la situation des investisseurs diversifiés proposée par MM. William Bratton et Michael Wachter au regard de la distinction entre justice individuelle et justice collective, que nous avons auparavant explicitée. En termes de justice individuelle, chacun des investisseurs appartenant à cette catégorie peut être considéré comme légitime à être indemnisé d'un éventuel préjudice - il se peut en effet qu'un investisseur particulier, malgré la diversification de son portefeuille, ait réalisé plus de mauvaises affaires que de bonnes, par exemple qu'il ait davantage acheté à un cours surévalué qu'il n'ait vendu⁹⁶⁷ -, puisqu'il n'a *a priori*, par définition, commis aucune faute : il est au fait de la théorie financière moderne et s'est correctement diversifié ; s'il n'a pas ou que peu pris en compte les informations publiques sur les sociétés, ce n'est pas par négligence, mais parce qu'il a délibérément opté pour une stratégie rationnelle de diversification. L'on pourrait donc considérer, d'un point de vue de politique juridique, qu'il est juste de faire preuve de volontarisme pour que cet investisseur puisse être indemnisé. Toutefois, il faut aussi raisonner, en termes de justice collective, au regard de la nécessité d'une telle indemnisation.

⁹⁶⁶ Selon J.D. Cox & R.S. Thomas, *Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical Evidence and Legal Implications of the Failure of Financial Institutions to Participate in Securities Class Action Settlements*, 58 *Stan. L. Rev.* 411, 424 (2005), seulement 28 % environ des investisseurs institutionnels participent aux actions collectives aux États-Unis. Adde J.D. Cox & R.S. Thomas, *Leaving Money on the Table: Do Institutional Investors Fail to File Claims on Securities Class Actions?*, 80 *Wash. U. L.Q.* 855 (2002) ; A.C. Pritchard, *Who Cares?*, 80 *Wash. U. L.Q.* 883 (2002). A la suite des études de MM. James Cox et Randall Thomas, des investisseurs ont d'ailleurs engagé des actions à l'encontre d'une quarantaine d'institutions qui s'étaient abstenues de soumettre une demande d'indemnisation (v. S.J. Choi & J.E. Fisch, *On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance*, 61 *Vand. L. Rev.* 315, 332 (2008)).

⁹⁶⁷ V. N.L. Georgakopoulos, *Frauds, Markets, and Fraud-on-the-Market: The Tortured Transition of Justifiable Reliance from Deceit to Securities Fraud*, 49 *U. Miami L. Rev.* 671, 702 (1995) : « *even diversified (uninformed) trading is subject to the risk of fraud if the resulting mispricings are biased or correlated* ».

Or, d'un point de vue probabiliste, l'investisseur a en moyenne autant de chances d'être gagnant que perdant, et ce d'autant plus que l'on envisage sa situation sur plusieurs années ; il n'a donc pas intérêt, de manière générale, à la mise en place d'un système de responsabilité civile qui représenterait un coût. C'est donc la logique collective qui dicte ici la solution : un investisseur diversifié n'a pas intérêt à la mise en place d'un système de responsabilité civile, puisque le marché, à travers la diversification, assure déjà dans l'ensemble cette fonction réparatrice.

2 - Limitation de l'indemnisation aux investisseurs informés parmi les investisseurs non diversifiés

432 - **Deuxième catégorie : les investisseurs non diversifiés. Sous-catégorisation.** La deuxième grande catégorie est celle des investisseurs non diversifiés. Elle nécessite une analyse plus détaillée au regard de la responsabilité civile puisqu'il faut la subdiviser, à cet égard, en trois sous-groupes : les investisseurs fréquents non informés (a), les investisseurs à long terme (b), et les investisseurs fréquents informés (c).

a - Absence de légitimité de l'indemnisation pour les investisseurs fréquents non informés

433 - **Première sous-catégorie : les investisseurs fréquents non informés (« *uninformed traders* »).** Selon MM. William Bratton et Michael Wachter, ces investisseurs non diversifiés, fréquents et non informés, qu'ils désignent sous le terme de « *uninformed traders* », achètent et vendent de manière généralement fréquente, mais au hasard, sans que leurs transactions ne soient fondées ni sur une analyse informationnelle ni sur une stratégie de gestion de portefeuille rationnelle comprenant notamment un objectif de diversification. Ils les qualifient ainsi également de « *noise traders* », en ce que leurs transactions effectuées au hasard, sans analyse ni stratégie, contribuent au bruit présent sur le marché et qui nuit à son efficacité informationnelle⁹⁶⁸. Ils considèrent, à leur propos, qu'étant donné que leurs achats et ventes se font de manière aléatoire à des cours qui peuvent être sous-évalués ou surévalués, les gains et

⁹⁶⁸ V. également A. Shleifer & L.H. Summers, *The Noise Trader Approach to Finance*, 4 *J. Econ. Persp.* 19 (1990).

pertes qu'ils réalisent se compensent en moyenne sur le long terme, et en concluent à l'absence de nécessité d'un système d'indemnisation pour ces investisseurs d'un point de vue de politique juridique.

- 434 - **Analyse : absence de légitimité de l'indemnisation au regard de la justice individuelle.** Pour les investisseurs fréquents non diversifiés et non informés, l'indemnisation n'apparaît ni légitime du point de vue de la justice individuelle, ni véritablement nécessaire du point de vue de la justice collective. Non légitime parce que ces investisseurs ont une attitude qui ne mérite aucun volontarisme particulier de la part des pouvoirs publics, dès lors qu'ils investissent au hasard en n'adoptant aucune stratégie rationnelle d'analyse informationnelle ou de diversification, ce qui nuit en outre au bon fonctionnement du marché. Non nécessaire par ailleurs car, comme le font valoir MM. William Bratton et Michael Wachter, en achetant au hasard, les gains ou pertes qu'ils réalisent devraient se compenser en moyenne, au moins partiellement en tout cas. Il nous semble en fait que le caractère aléatoire de leurs achats permet une forme de diversification, mais que celle-ci, non effectuée selon des techniques financières rigoureuses, devrait rester partielle. Quoi qu'il en soit, c'est surtout, selon nous, l'absence de légitimité de l'indemnisation qui dicte ici la solution : leur attitude irrationnelle, qui nuit en outre, au bon fonctionnement du marché, ne justifie, nous semble-t-il, aucun effort du législateur ou du juge pour les indemniser.

b - Absence de nécessité de l'indemnisation pour les investisseurs à long terme

- 435 - **Deuxième sous-catégorie : les investisseurs à long terme (« *long-term investors* »).** Selon MM. William Bratton et Michael Wachter, ces investisseurs non diversifiés à long terme, qu'ils qualifient de « *long-term investors* », achètent généralement pour conserver et réalisent peu de transactions. Selon eux, ces investisseurs se trouvent dans une situation paradoxale : alors que de prime abord, ils apparaissent comme ceux qui auraient le plus besoin de l'existence d'un système d'indemnisation compte tenu de leur absence de diversification, ils sont en vérité, dans l'ensemble, les grands perdants dans un système d'indemnisation (à condition bien sûr qu'ils ne soient pas des initiés, par exemple des dirigeants sociaux ayant bénéficié de rémunération en actions). En effet, expliquent-ils, comme ils réalisent peu de

transactions, ils ont beaucoup de chances de faire partie des actionnaires actuels qui supportent le coût de l'indemnisation, et en revanche peu de chances d'avoir acheté pendant la période d'information défectueuse et donc de bénéficier du système d'indemnisation⁹⁶⁹. Ils en concluent que, de manière paradoxale, c'est cette catégorie d'investisseurs, qui aurait le plus grand besoin de protection, qui bénéficie le moins de la mise en place d'un système d'indemnisation.

436 - **Analyse : absence de nécessité de l'indemnisation au regard de la justice collective.** Cette catégorie d'investisseurs correspond à ceux que les auteurs américains dénomment généralement *buy-and-hold investors*, ceux qui achètent pour conserver, et qu'ils opposent aux *active traders*. C'est la fameuse « *veuve de Carpentras* ». Du point de la justice individuelle, pour ces investisseurs, la mise en place d'un système d'indemnisation pourrait sembler nécessaire ; en effet, n'étant pas diversifiés, les pertes qu'ils peuvent éventuellement réaliser, par exemple par un achat à un cours surévalué, ne seront pas compensées par des bénéfices provenant d'autres titres, achetés par exemple à un cours sous-évalué. Il est vrai toutefois que l'on pourrait contester, toujours du point de vue de la justice individuelle, leur légitimité à être indemnisés étant donné qu'ils ne se sont pas diversifiés⁹⁷⁰. Cette critique doit toutefois être largement relativisée : ces investisseurs sont souvent des investisseurs profanes disposant d'un niveau de connaissance faible - ils n'ont pas une conduite délibérément irrationnelle comme les investisseurs précédents ; ils assurent en outre une certaine pérennité du financement des entreprises en achetant pour conserver, et ont d'ailleurs parfois reçu ces actions comme un complément de rémunération⁹⁷¹, sans qu'ils aient eu véritablement conscience qu'ils devenaient alors des investisseurs ayant à mener une politique active et réfléchie d'investissement ; il faut reconnaître enfin que les pouvoirs publics ont délibérément choisi ces dernières dizaines d'années d'inciter le grand public à investir sur les marchés financiers en dépit de son manque d'éducation financière⁹⁷². La critique visant la légitimité de

⁹⁶⁹ Cf. *supra*. Nous avons déjà relevé ce point précédemment en évoquant un « *jeu à somme négative* ».

⁹⁷⁰ Certains auteurs ont notamment fait valoir qu'il ne serait pas juste de faire assumer par l'émetteur et donc *in fine* par les actionnaires actuels, qui seront probablement pour la majorité des investisseurs diversifiés, des risques de non-diversification pris par d'autres alors qu'eux-mêmes se sont protégés par la diversification (v., sur ce point, M.B. Fox, art. préc., p. 309).

⁹⁷¹ V., notamment, D.C. Langevoort, *On Leaving Corporate Executives « Naked, Homeless and Without Wheels »: Corporate Fraud, Equitable Remedies, and the Debate Over Entity Versus Individual Liability*, 42 *Wake Forest L. Rev.* 627, 634-35 (2007).

⁹⁷² Cf. *infra*.

l'indemnisation de ces investisseurs, essentiellement profanes, doit ainsi être fortement nuancée.

Non, là où le bât blesse véritablement, c'est du point de vue de la justice collective car, comme le font observer MM. William Bratton et Michael Wachter, un investisseur de cette catégorie a une plus grande probabilité de faire partie des actionnaires actuels que des actionnaires lésés, et donc d'être plutôt perdant que gagnant dans un système d'indemnisation. Ces investisseurs à long terme sont mécaniquement les grands perdants d'un système d'indemnisation en ce que la faiblesse de la fréquence de leurs transactions va les conduire à faire bien plus souvent partie des actionnaires actuels de l'émetteur fautif, tenu à réparation, que des investisseurs lésés bénéficiant de cette réparation.

c - Nécessité et légitimité de l'indemnisation pour les investisseurs fréquents informés

437 - **Troisième sous-catégorie : les investisseurs non diversifiés, fréquents et informés (« *informed traders* »).** Enfin, selon MM. William Bratton et Michael Wachter, les investisseurs non diversifiés, fréquents et informés, qu'ils qualifient d'« *informed traders* », sont des investisseurs professionnels (et, par extension, des intermédiaires de marché) qui effectuent leurs transactions à partir d'une analyse de l'information publiquement disponible. Ils constituent, selon eux, le seul groupe d'investisseurs qui se fondent effectivement sur les informations pour privilégier certains émetteurs (et qui satisfont donc véritablement à l'exigence de *reliance* du point de vue du droit américain), et dont par ailleurs l'indemnisation se justifie par ailleurs d'un point de vue de politique juridique. En effet, expliquent-ils, ces investisseurs – par exemple, ceux qui auront acheté à un cours également surévalué sans avoir revendu suffisamment tôt pour le faire au même cours surévalué - méritent réparation au sens où ils font un double investissement : d'une part, en supportant le coût de recherche, voire de production, et d'analyse de l'information, ce qui participe de l'intérêt général du marché et des investisseurs en améliorant l'exactitude du cours de bourse et, d'autre part, en prenant consciemment le risque de ne pas entièrement se diversifier, et donc en ayant plus de chances d'être du mauvais côté de la transaction. En outre, ajoutent-ils, ces investisseurs, même s'ils ne sont pas diversifiés, sont susceptibles d'acheter et de vendre des actions très rapidement ; une grande partie d'entre eux feront donc partie des actionnaires ayant acheté pendant la période d'information défectueuse et pouvant donc demander une indemnisation, sans faire

encore partie des actionnaires actuels, d'où une circularité généralement faible... Il est donc, d'un point de vue de politique juridique, juste et dans l'intérêt du marché, d'assurer l'indemnisation de ces investisseurs afin notamment de les inciter à poursuivre leur travail d'analyse informationnelle⁹⁷³.

En résumé, pour ces auteurs, l'indemnisation actuelle du préjudice de surévaluation fondée sur la théorie de la fraude sur le marché n'a aucun sens : seule une petite partie des investisseurs – les investisseurs non diversifiés fréquents et informés - doivent réellement être indemnisés, investisseurs auxquels le contentieux boursier actuel est incapable d'assurer une réparation suffisante. Du point de vue du droit américain, la conclusion logique, selon eux, est l'abandon de la théorie de la fraude sur le marché, la seule indemnisation justifiée étant justement celle d'investisseurs généralement en mesure de prouver leur *reliance*, sans qu'ils aient par conséquent besoin de l'instauration d'une présomption de causalité. Ces auteurs font toutefois remarquer qu'avec l'abandon de la théorie de la fraude sur le marché, les avocats auront un intérêt bien moindre à encourager et à financer un contentieux, qui sera quantitativement bien moins important et bien plus ardu puisqu'ils auront alors à prouver la *reliance* de chaque demandeur ; ils en déduisent qu'une conception libérale de la *reliance* sera donc nécessaire, en mettant cependant l'accent davantage sur la recherche et l'analyse que sur le simple fait de s'être fondé sur une information particulière au titre d'une décision d'investissement. Ils estiment que si le volume du contentieux devrait fortement diminuer, il ne devrait pas pour autant disparaître, une grande partie de ces investisseurs étant en mesure de prouver leur *reliance*.

438 - **Analyse : légitimité de l'indemnisation au regard de la justice individuelle ; nécessité de l'indemnisation au regard de la justice collective.** L'indemnisation des investisseurs non diversifiés fréquents et informés se justifie au regard de la justice individuelle. Elle est en effet légitime, en ce que, s'ils ne sont en partie pas diversifiés, c'est parce qu'ils mettent en œuvre une stratégie rationnelle de non-diversification partielle fondée sur une analyse

⁹⁷³ Aux Etats-Unis, le système actuel qui n'indemnise qu'une faible partie des dommages subis, sous-indemnise largement les préjudices de ces investisseurs. Certains investisseurs institutionnels ont récemment trouvé la parade en sortant de l'action de l'action collective fédérale et en menant une action individuelle qui leur rapporte davantage. V. notamment, sur ce point, J.C. Coffee, Jr., *Litigation Governance: Taking Accountability Seriously*, 110 *Colum. L. Rev.* 288, 317-318 (2010) : « possibly, the defendants recognize that large, well-financed opt-outs will simply not allow their counsel to settle cheaply and thus prefer to settle these cases outside the class action ».

informationnelle ; en outre le risque qu'ils prennent est certes la contrepartie des gains qu'ils espèrent engranger si leur stratégie s'avère payante, mais il procure également une externalité positive importante à l'ensemble du marché. Elle est par ailleurs nécessaire, du point de vue de la justice collective, puisque n'étant pas entièrement diversifiés, ils ne sont pas, d'un point de vue probabiliste, entièrement protégés contre la fraude. Enfin, l'on remarquera d'ores et déjà, comme y insiste la doctrine américaine, que l'indemnisation de ces investisseurs ne nécessite pas d'aménagement de la responsabilité civile, la plupart d'entre eux étant en mesure d'apporter la preuve de l'altération de leur décision par l'information défectueuse⁹⁷⁴.

439 - **Synthèse.** L'analyse que nous venons d'effectuer, sur le fondement du préjudice d'altération de cours, confirme bien que la fonction réparatrice de la responsabilité civile, ainsi que l'impératif de justice qui la sous-tend, n'appelle sur le marché secondaire qu'à la réparation du préjudice prouvé d'altération concrète de la décision. En d'autres termes, seuls doivent être indemnisés les investisseurs qui se sont fondés, aux termes d'une analyse informationnelle, sur l'information défectueuse, ce qui ne nécessite pas d'aménagement spécial de la responsabilité civile. En effet, il s'agira, pour la plupart, d'investisseurs sophistiqués et informés ayant fait le choix de porter majoritairement leurs investissements sur certaines sociétés dont ils pensaient qu'elles avaient un fort potentiel de développement, et qui seront généralement en mesure de prouver le préjudice d'altération concrète de la décision qu'ils ont subi, au besoin grâce à une certaine souplesse probatoire du juge.

S'agissant des autres investisseurs, leur indemnisation apparaît soit illégitime soit non nécessaire. Illégitime pour ceux qui investissent de manière aléatoire et ne méritent pas que le juge ou le législateur fasse preuve de volontarisme pour les indemniser. Non nécessaire pour les investisseurs peu sophistiqués à long terme, qui auraient une certaine légitimité à être indemnisés, mais qui apparaissent comme les grands perdants d'un système de responsabilité civile, du fait de la durée des investissements qu'ils réalisent. Non nécessaire également pour les investisseurs diversifiés qui bénéficient de la meilleure et moins coûteuse arme contre la fraude, la diversification.

L'on pourra nous faire plusieurs objections, notamment quant au caractère arbitraire de cette catégorisation et quant au fait de nous fonder exagérément sur les conclusions émanant des

⁹⁷⁴ Cf. *infra* sur les moyens de mise en œuvre du choix de politique juridique retenu.

partisans de l'analyse économique du droit aux Etats-Unis - et notamment de certains d'entre eux.

Premièrement, toute catégorisation, toute classification comporte en elle-même une part d'arbitraire. Si le droit donne parfois l'impression d'être des mathématiques exprimées de manière littéraire et non par des chiffres et plus largement des symboles mathématiques, une différence majeure d'objet subsiste : à la perfection des objets mathématiques, s'oppose l'imperfection de l'objet du droit - la vie, dans tout ce qu'elle a de complexe et de nuancé. La nécessité de classification s'impose donc pour rendre compte de la réalité des choses quand bien même, par nature, les résultats d'une telle ambition resteront toujours imparfaits. Le droit des marchés financiers est d'ailleurs largement construit autour de la distinction, sous différentes variantes, entre investisseurs profanes et sophistiqués. Le tout est de s'efforcer, à un moment donné, d'adopter la meilleure classification.

En réponse à la deuxième objection, qui rejoint en fait la première, on pourra soulever les trois arguments suivants. D'abord, comme nous l'avons indiqué en introduction, du point de vue de la responsabilité civile, l'utilisation de l'analyse économique du droit est en partie nécessaire dans un environnement collectif comme le sont les marchés financiers, en ce que, précisément, elle prend en compte cette dimension collective. Ensuite, les travaux menés par l'analyse économique du droit américaine sont les plus fins et les plus développés, et sont par ailleurs transposables, au prix de quelques adaptations, dans les autres systèmes juridiques. Enfin, ceux conduits par MM. William Bratton et Michael Wachter, auxquels nous nous sommes largement référés, sont en grande partie l'aboutissement et l'affinement de nombreux travaux préalables, et ne sont en outre pour l'essentiel pas contestés par le reste de la doctrine, qui fait montre en la matière d'un assez grand consensus⁹⁷⁵ - ce qui est loin d'être toujours le cas.

⁹⁷⁵ V. ainsi, dans le même sens et proposant des solutions pour mettre fin à la théorie de la fraude sur le marché, A.M. Rose, *Fraud on the Market: an Action Without a Cause*, 160 *U. Pa. L. Rev. PENNumbra* 87 (2011). V. également la position particulière exprimée par L.E. Ribstein, *Fraud on a Noisy Market*, 10 *Lewis & Clark L. Rev.* 137, 138 (2006), à partir du constat que la mise en évidence du bruit par la finance comportementale remet en cause la théorie de l'efficience informationnelle et donc le fondement de la théorie de la fraude sur le marché. Il propose par conséquent de limiter la réparation aux investisseurs ayant subi le plus grand préjudice, c'est-à-dire, selon lui, ceux dont on peut le plus supposer la *reliance*. Il s'agit, pour lui, de ceux qui ont acheté pendant la diffusion des fausses informations et revendu peu après la rectification, en ce que leur revente rapide après la rectification montre qu'ils sont susceptibles d'avoir acheté ou conservé les titres sur le fondement des fausses informations. Il ajoute que les acheteurs qui ne vendent pas après la rectification sont généralement des investisseurs de long terme, peu susceptibles de s'être fondés sur les informations litigieuses. Quant aux

Cette conception restrictive, confirmée par l'analyse que nous venons d'effectuer au regard de la fonction réparatrice de la responsabilité civile, est également justifiée par la prise en compte de la double finalité du droit financier : la protection du marché et des investisseurs.

Paragraphe 2 - Une conception restrictive justifiée par la double fonction protectrice des investisseurs et du marché du droit financier

440 - **Coïncidence de la finalité réparatrice avec la double finalité du droit des marchés financiers.** La limitation de l'indemnisation aux investisseurs informés, qui résulte, comme nous venons de le démontrer, de l'impératif de justice sous-tendant la fonction réparatrice du droit de la responsabilité civile, assure également, en bonne partie, les fonctions essentielles du droit des marchés financiers : le bon fonctionnement du marché à travers le rôle joué par les investisseurs informés (A), tout comme la protection des investisseurs à travers la responsabilisation (B).

A - Le rôle des investisseurs informés dans le bon fonctionnement du marché

441 - **L'importance du rôle des investisseurs informés dans le bon fonctionnement du marché.** MM. William Bratton et Michael Wachter se sont appuyés dans leur démonstration sur le rôle important joué par les investisseurs informés dans le bon fonctionnement du marché, plus précisément dans le maintien de l'efficacité informationnelle du marché. D'autres auteurs, au sein de la doctrine américaine, se sont attachés également à mettre en évidence ce phénomène. Tel est le cas notamment de Mme Jill Fisch qui y insiste particulièrement⁹⁷⁶. Elle explique en effet que ces investisseurs recherchent et analysent les informations relatives à un émetteur, utilisent cette information pour ajuster leurs estimations sur la valeur de la société, et agissent

investisseurs à court terme ayant à la fois acheté et vendu pendant la période de référence, il considère qu'ils sont les plus susceptibles d'avoir été victimes de biais cognitifs comme l'excès de confiance dans leur capacité à faire mieux que le marché (et qu'ils sont également les investisseurs les moins dignes de protection puisqu'ils sont généralement des *noise traders* qui apportent peu à l'efficacité du marché). Cet auteur exige ainsi, lorsque des questions se posent sur le caractère significatif de l'information ou l'efficacité du marché, une information rectificative, permettant d'établir la *loss causation*, et une vente faisant suite à cette rectification et permettant d'établir le préjudice. En résumé, cet auteur propose, en s'appuyant sur les apports de la finance comportementale, d'identifier le groupe le plus à même d'avoir été affecté par la fraude, ce qui permettrait d'éviter le prononcé de dommages-intérêts excessifs dissuadant des pratiques socialement utiles et de réduire le nombre d'actions collectives infondées.

⁹⁷⁶ V. J.E. Fisch, *Confronting the Circularity Problem in Private Securities Litigation*, *Wisconsin L. Rev.* 333 (2009).

ensuite sur le marché à partir de ces informations et de leur analyse, ce qui permet leur intégration dans le cours de bourse à travers les transactions qu'ils réalisent sur le marché secondaire. Elle ajoute que cette fonction ne peut être assurée par les investisseurs diversifiés, l'objectif de la diversification étant justement de tenter d'obtenir le taux de rendement moyen du marché en éliminant les risques liés à un émetteur particulier ; ainsi, si la diversification du portefeuille élimine en grande partie les gains éventuels liés à un émetteur particulier, elle réduit fortement du même coup l'incitation des investisseurs à s'engager dans une recherche coûteuse d'informations. A l'extrême, dit-elle, pour un investisseur ayant placé la totalité de son argent dans des fonds indiciels, et dont les investissements sont donc complètement indépendants de l'information relative à un émetteur particulier, une démarche de recherche et d'analyse informationnelle serait, compte tenu des coûts qu'elle suppose, totalement irrationnelle. Ainsi, poursuit-elle, si la diversification passive peut constituer une stratégie parfaitement rationnelle au regard d'un investisseur particulier, cette stratégie est particulièrement nuisible pour le marché dans son ensemble, puisque les investisseurs ne font l'effort d'acquérir et d'analyser de l'information que s'ils sont en mesure de tirer profit de cette information en négociant sur le marché (encore plus précisément, que si ce profit est susceptible d'excéder les coûts de la recherche et de l'analyse). En d'autres termes, pour qu'un marché présente un certain degré d'efficience informationnelle, il est nécessaire que des investisseurs informés limitent la diversification de leur portefeuille pour concentrer leurs investissements sur un nombre limité d'émetteurs, à la suite d'une recherche et d'une analyse de l'information publiquement disponible⁹⁷⁷. MM. Zohar Goshen et Gideon Parchomovsky vont même jusqu'à affirmer que le rôle essentiel du droit financier est de faciliter la

⁹⁷⁷ V. N.L. Georgakopoulos, *Frauds, Markets, and Fraud-on-the-Market: The Tortured Transition of Justifiable Reliance from Deceit to Securities Fraud*, 49 *U. Miami L. Rev.* 671, 676 (1995) : « *market efficiency depends on informed trading that cannot be diversified* ». V., également, J.N. Gordon & L.A. Kornhauser, *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 *N.Y.U. L. Rev.* 761, 789, 802 (1985), expliquant que les dépenses réalisées par les investisseurs institutionnels jouent un rôle majeur dans l'efficience du marché, qui ne pourrait être atteinte sans leur intervention, et ce d'autant que la fréquence élevée des transactions réalisées par ces investisseurs sophistiqués permet des économies d'échelle dans la collecte et l'évaluation de l'information pertinente ; J.J. Park, art. préc., p. 342, indiquant également que, si tous les investisseurs se protégeaient en achetant par exemple des parts de fonds indiciels, le marché ne parviendrait plus à distinguer les bonnes et les mauvaises sociétés et que, pour assurer cette fonction et présenter une certaine efficience, le marché a donc besoin que certains investisseurs prennent des positions substantielles sur certaines actions. *Adde* M. Kahan & E.B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 *U. Pa. L. Rev.* 1021, 1069-70 (2007), expliquant ainsi que l'activisme actionnarial est possible pour les *hedge funds* qui prennent des parts substantielles dans le capital de certains émetteurs, mais pas pour ceux des investisseurs institutionnels qui sont trop largement diversifiés.

réalisation de transactions par des investisseurs sophistiqués qui ne sont pas nécessairement diversifiés⁹⁷⁸.

442 - **La nécessité d'une indemnisation pour les investisseurs informés.** Mme Jill Fisch approfondit son analyse pour conclure, elle aussi, à la nécessité de l'indemnisation des investisseurs informés. Elle précise en effet que ces investisseurs supportent des coûts qui ne sont pas pris en charge par les autres investisseurs sur le marché, à savoir des coûts de recherche et d'analyse, une liquidité plus faible, et un risque accru de fraude du fait du caractère limité de la diversification de leurs investissements et du fait que, précisément, ils négocient sur la base de l'information publiquement disponible (et donc notamment l'information publique défectueuse). Par exemple, lorsqu'un émetteur diffuse une fausse information positive, les investisseurs informés sont bien davantage susceptibles d'acheter, à un cours donc désavantageux, que les investisseurs non informés, tels que notamment les fonds indiciels qui n'agissent pas sur le fondement des informations publiques, mais cherchent à rééquilibrer leur portefeuille de manière à répliquer, aussi précisément que possible, l'indice concerné⁹⁷⁹. Pour cet auteur, plutôt que de considérer ces coûts supplémentaires supportés par les investisseurs informés dans le cadre de leur activité de négociation comme le résultat d'une absence fautive de diversification, il faut y voir au contraire l'externalité positive que produisent ces acteurs au profit de l'ensemble du marché. En outre, ajoute-t-elle, pour ces investisseurs informés, qui ne peuvent être que partiellement diversifiés, l'indemnisation n'est pas circulaire en ce qu'elle ne constitue pas un jeu à somme nulle où gains et pertes sont susceptibles de s'équilibrer. Il en résulte, selon cet auteur, que l'indemnisation des investisseurs informés est nécessaire, au regard de l'impératif de bon fonctionnement du marché, pour les inciter à poursuivre leur travail de recherche et d'analyse⁹⁸⁰. Enfin, conclut-elle, il n'apparaît pas anormal que les investisseurs ayant tendance à acheter pour conserver, dont on sait qu'ils sont les principaux perdants d'un système de responsabilité civile, indemnisent les investisseurs informés du fait que ceux-ci, à

⁹⁷⁸ Z. Goshen et G. Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, Columbia Law and Economics, Working Paper No. 259, 2004, disponible sur SSRN.

⁹⁷⁹ V., par exemple, M. Mendelson & J.W. Peake, *Intermediaries' or Investors': Whose Market is it Anyway?*, 19 *J. Corp. L.* 443, 458 (1994) : « *those who index do not buy or sell on news. Instead, they execute transactions to invest newly-received funds, to rebalance their portfolio keeping it closely weighted to track the particular index being followed, or to make changes in asset allocation formulas (...)* ».

⁹⁸⁰ V., dans le même sens, N.L. Georgakopoulos, art. préc., p. 698 : « *informed traders must be compensated for losses they incur due to misrepresentations, or they will not service the market and correct prices* ».

travers leur travail de recherche et d'analyse, sont susceptibles d'accroître la liquidité et l'efficacité du marché, et donc de leur permettre de prendre de meilleures décisions d'achat à long terme⁹⁸¹ à moindre coût⁹⁸².

Au regard du droit américain, Mme Jill Fisch, comme MM. William Bratton et Michael Wachter, considère que la théorie de la fraude sur le marché actuelle, qui a pour but d'indemniser les investisseurs peu important l'existence ou pas de leur utilisation individuelle de l'information (*reliance*), conduit à surindemniser une grande partie des investisseurs et, corrélativement, à sous-indemniser les investisseurs actifs et informés qui ne reçoivent qu'une partie de leur préjudice, l'intégralité des dommages-intérêts étant partagée entre la totalité des investisseurs. Elle préconise ainsi, de manière relativement similaire à MM. William Bratton et Michael Wachter, une reformulation de la théorie de la fraude sur le marché : si la Cour suprême devrait remettre en cause le droit d'agir des investisseurs qui ont seulement pris en compte le cours de bourse dans leur décision, elle devrait en revanche étendre la notion de *reliance* aux investisseurs qui obtiennent l'information de manière intermédiaire (par exemple, par les analystes financiers ou à travers les médias)⁹⁸³. Cette conception de la *reliance* permettrait, selon elle, de prendre en compte la totalité de l'environnement informationnel dans lequel baignent les investisseurs, tout en maintenant l'exigence fondamentale de causalité entre l'information et la décision d'investissement.

Outre le bon fonctionnement du marché, la limitation de l'indemnisation aux investisseurs informés participe également de la protection des investisseurs, par la responsabilisation.

⁹⁸¹ V. également N.L. Georgakopoulos, art. préc., p. 698 : « *the uninformed, through long-term investment, share in the economic growth that propels the stock market. But this participation is only possible because of the intervention of informed traders whose profits effectively come out of the pockets of the uninformed* ». Dans le même sens, J.J. Park, art. préc., p. 343 et 344.

⁹⁸² V., notamment, Z. Goshen & G. Parchomovsky, art. préc., p. 737 et 741, selon lesquels l'indemnisation des investisseurs informés peut avoir pour effet de réduire les coûts de vérification pour les autres investisseurs et d'accroître consécutivement la liquidité.

⁹⁸³ V. J.E. Fisch, *Cause and Concern: Causation and Federal Securities Fraud*, *Iowa L. Rev.* (2009), estimant que la décision *Basic v. Levinson* aurait pu étendre la notion de *reliance* aux investisseurs ayant utilisé les informations délivrées par des tiers intermédiaires eux-mêmes trompés. La circulation de l'information sur les marchés modernes suggère que ces intermédiaires jouent un rôle important dans l'information des investisseurs. V., par exemple, *Merck & Co., Inc. Sec. Litig.*, 432 F.3d 261 (3d Cir. 2005), s'agissant d'une réaction significative du cours de bourse à une analyse du *Wall Street Journal* d'une information relative à un émetteur, alors que le dépôt par l'émetteur des documents contenant cette information n'avait suscité aucune réaction.

B - La protection des investisseurs par la responsabilisation

443 - **La responsabilisation des investisseurs non sophistiqués en vue de la diversification, de l'éducation financière, de l'information et du recours aux professionnels.** Comme nous l'avons expliqué en introduction, certains arguments soulevés aux Etats-Unis par les « *antipaternalistes* » trouvent un écho particulier dans les questions qui nous occupent. Il nous semble en effet que, pour certains investisseurs – dans quelle mesure, nous ne pouvons évidemment le dire –, les conséquences préjudiciables de certaines décisions d'investissement constitueront une opportunité d'apprendre de leurs erreurs passées⁹⁸⁴, d'améliorer leur processus décisionnel, et de se responsabiliser au sein d'un environnement intrinsèquement risqué. En effet, ayant à supporter lesdites conséquences préjudiciables sans avoir pu bénéficier d'une indemnisation judiciaire, ils seront notamment susceptibles d'être incités à se diversifier, à acquérir une plus grande éducation financière et à s'informer, ou à faire appel à un professionnel. La classification des investisseurs que nous avons adoptée, afin de juger de la légitimité de la réparation, a d'ailleurs eu précisément pour objectif de prendre en compte le comportement de la victime. L'on nous reprochera peut-être un trop grand optimisme dans la capacité de l'homme à s'amender, voire une certaine naïveté, mais cet argument tenant à la responsabilisation et fondé sur une approche libérale, quoiqu'impossible à quantifier, ne nous paraît pas *a priori* dénué de pertinence.

Les investisseurs non sophistiqués peuvent d'abord être responsabilisés en vue de se diversifier. Ejan Mackaay et Stéphane Rousseau écrivent ainsi : « *au-delà de leur caractère novateur, les travaux de Markovitz jetaient déjà un éclairage particulièrement intéressant sur le rôle de la réglementation. La théorie du portefeuille fournissait les bases de l'autonomie de l'investisseur en faisant ressortir sa capacité à gérer les risques associés aux placements sur les marchés financiers. En même temps, la théorie se distinguait par sa simplicité, ce qui la rendait accessible à tout investisseur* »⁹⁸⁵. En effet, comme nous l'avons vu déjà à plusieurs reprises, la meilleure arme permettant à un investisseur de se protéger de l'information

⁹⁸⁴ Cet argument a été développé aux Etats-Unis par E. Chamblee Burch, art. préc., qui plaide pour une application restrictive de la la théorie de l'altération de cours.

⁹⁸⁵ E. Mackaay et S. Rousseau, *op. cit.*, n° 1985, 1987 et 1988. Adde T. Baker & S.J. Griffith, *The Missing Monitor in Corporate Governance: The Directors' & Officers Liability Insurer*, 95 *Geo. L.J.* 1795, 1822 (2007) : « *the basic lesson of modern portfolio theory is that shareholders can eliminate idiosyncratic risk – that is, firm-specific losses not simultaneously experienced by other firms in the market – by holding a diversified portfolio of equity securities* ».

publique défectueuse consiste, de manière relativement simple, à diversifier son portefeuille. La doctrine américaine est quasiment unanime sur ce point. Pour M. Richard Booth, il est irrationnel pour la plupart des investisseurs de ne pas se diversifier, puisque cette technique permet d'éliminer le risque spécifique lié à un émetteur particulier, sans sacrifier à l'objectif de rentabilité du portefeuille⁹⁸⁶. De même, selon M. Adam Pritchard, les investisseurs peuvent largement s'immuniser contre le risque de fraude en diversifiant leur portefeuille⁹⁸⁷. Toujours dans le même ordre d'idées, M. Merritt Fox précise qu'il existe, en vue de réduire les risques liés à la fraude sur le marché, l'alternative de la diversification de l'investisseur, bien plus efficace et bien plus économique que l'indemnisation⁹⁸⁸ : chaque investisseur est, dit-il, à travers sa capacité de diversification, le meilleur « *cost avoider* »⁹⁸⁹ des risques de fraude⁹⁹⁰.

Il nous semble dans ces conditions souhaitable que le système de responsabilité civile à mettre en place *de lege ferenda* incite, dans la mesure du possible, l'investisseur, hormis lorsque celui-ci décide de concentrer ses investissements sur certains titres à l'issue d'une analyse informationnelle, à se diversifier largement. Un système consistant à assouplir les conditions de la responsabilité civile ne pourra pas atteindre cet objectif puisque l'investisseur, même s'il ne s'est pas diversifié, percevra une certaine compensation. En revanche, la conception restrictive que nous préconisons, dans lequel seul est indemnisé celui qui sera en mesure de prouver s'être fondé sur la fausse information, sera susceptible d'inciter l'investisseur à se diversifier en vue de minimiser les risques encourus. Peut-être nous jugera-ton trop optimiste

⁹⁸⁶ V. R.A. Booth, *Taking Certification Seriously – Why There is No Such Thing as An Adequate Representative in a Securities Fraud Class Action I*, Villanova Univ. Sch. Of Law Working Paper Series, Paper No. 108, 2008, disponible sur SSRN. V. également, du même auteur, *The End of the Securities Fraud Class Action as We Know It*, 4 Berkeley Bus. L.J. 1, 7 (2007) : « *most investors are diversified and as a result are effectively protected against simple securities fraud* ».

⁹⁸⁷ V. A.C. Pritchard, *Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers*, 85 Va. L. Rev. 925, 940 (1999) : « *holding a diversified portfolio effectively eliminates any possibility of being a net loser from fraud on the market, thereby assuaging the concerns of even the risk-averse shareholder* ».

⁹⁸⁸ V. M.B. Fox, *Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade*, 2009 Wisconsin L. Rev. 297, 307 (2009) : « *there is, however, an alternative, much more economical and effective way of reducing these risks: investor diversification* ». Il ajoute par ailleurs que les investisseurs, ayant conscience de la possibilité de la fraude, exigent généralement un rabais (« *discount* ») du cours de l'action pour prendre en compte ce risque : ce rabais constitue une sorte de prime d'assurance payée par l'investisseur.

⁹⁸⁹ M.B. Fox, art. préc., p. 309 : « *each investor, through her ability to diversify broadly, is the least-cost avoider of disutility arising from the risks generated by price-inflating issuer misstatements* ».

⁹⁹⁰ L'efficacité de la diversification s'oppose également à un argument qui a pu être soulevé aux Etats-Unis, selon lequel l'indemnisation des actionnaires lésés par la société assure une fonction de partage, de répartition de la charge de la réparation du préjudice (« *loss spreading* ») entre de multiples responsables, en permettant une mutualisation, renforcée par l'assurance, des coûts de la fraude, qui n'ont plus à reposer uniquement sur les actionnaires actuels (v., surtout, J.J. Park, art. préc., p. 340 et s.). Une telle forme de mutualisation, par ailleurs fort coûteuse, est toutefois inutile, étant donné que tout investisseur qui souhaite se protéger peut y arriver à faible coût en diversifiant son portefeuille.

ou trop pessimiste au regard de la nature humaine : trop optimiste d'espérer, étant donné leur caractère partiellement irrationnel, que les investisseurs vont faire un effort de diversification s'ils savent qu'ils ne sont pas indemnisés ; trop pessimiste de vouloir les priver d'indemnisation pour les inciter à se diversifier alors que la volonté des pouvoirs publics de promouvoir l'éducation financière suffirait à atteindre cet objectif. Comme nous l'avons dit, nous préférons nous garder de tout raisonnement systématique. Certes, le développement de l'éducation financière par les pouvoirs publics est plus que souhaitable et il n'y a pas de raison de préjuger à l'avance qu'il n'apportera aucune amélioration. Mais il est également souhaitable de préserver l'incitation à apprendre des investisseurs de leurs propres erreurs ; s'ils ne perçoivent pas d'indemnisation alors qu'ils ont réalisé des pertes substantielles à la suite d'un investissement sur un titre après une analyse superficielle, peut-être seront-ils incités par la suite à se diversifier et/ou à s'informer davantage... Un système d'indemnisation restrictif peut donc conduire à une plus grande responsabilisation.

Les investisseurs non sophistiqués peuvent également être responsabilisés en vue précisément d'acquérir, par eux-mêmes, une éducation financière. Celle-ci manque en effet cruellement, comme cela est largement constaté⁹⁹¹ et depuis longtemps. La culture de base économique et financière, qui leur permettrait de comprendre les rudiments des mécanismes de marché, leur fait souvent défaut, qu'il s'agisse de la technique de la diversification, de la question de l'efficience (ou de l'inefficience) informationnelle des marchés, voire même du principe de la valeur temporelle de l'argent et de la notion de capitalisation. Certes, les pouvoirs publics peuvent⁹⁹² et tentent⁹⁹³ de remédier à cette inculture financière, mais les résultats sont encore peu probants. Mais l'on peut également espérer qu'un investisseur déçu décide de lui-même d'acquérir une connaissance minimale des mécanismes financiers.

Les investisseurs non sophistiqués peuvent enfin être responsabilisés en vue de s'informer ou, au moins, de faire appel à un professionnel. Comme nous l'avons déjà noté, dès les années

⁹⁹¹ V. notamment l'étude réalisée par la SEC en 2012 sur l'éducation financière des investisseurs, *Study Regarding Financial Literacy Among Investors by the Staff of the U.S. Securities and Exchange Commission vii-viii (2012)*, <http://www.sec.gov/news/studies/2012/917-financial-literacy-study-part1.pdf>.

⁹⁹² V. H.E. Jackson, *To What Extent Should Individual Investors Rely on the Mechanisms of Market Efficiency: A Preliminary Investigation of Dispersion in Investor Returns*, 28 *J. Corp. L.* 671, 686 (2003), recommandant à la SEC de se concentrer sur l'éducation des investisseurs de détail à propos des risques attachés aux investissements en titres de capital, en particulier les risques des investissements non diversifiés et des stratégies d'investissement présentant des coûts de transaction élevés.

⁹⁹³ L'AMF a ainsi créé un service dédié aux épargnants (v. notamment l'espace Epargne Info Service sur le site internet de l'AMF).

1970, M. Homer Kripke a mis en évidence aux Etats-Unis que, les documents d'information étant nécessairement complexes et techniques, un investisseur particulier n'était susceptible de saisir qu'une faible partie de leur contenu, et qu'il devait par conséquent faire appel à des professionnels⁹⁹⁴. Mme Barbara Black estime également que la lecture des documents d'information, complexes et techniques, est une tâche inutile voire déraisonnable pour un investisseur non sophistiqué, qui par conséquent n'agit pas avec négligence en omettant de les lire⁹⁹⁵. On l'a dit, la critique ne manque pas de pertinence mais doit être quelque peu relativisée au regard notamment de la distinction entre information périodique et continue. Il est certes assez irréaliste d'espérer qu'un grand nombre d'investisseurs particuliers, même dotés d'une éducation financière minimale, soient véritablement en mesure de s'atteler à la lecture et à la compréhension des documents d'information périodique ; en revanche, l'information continue peut s'avérer plus facile à appréhender. L'on pourrait, en tout état de cause, espérer que la responsabilisation de ces investisseurs les incite à faire appel à un professionnel, qui prendra lui-même connaissance de ces informations et les analysera en vue de leur fournir des informations ou des recommandations appropriées.

444 - **La responsabilisation des investisseurs sophistiqués au regard de leurs biais décisionnels.** Les investisseurs sophistiqués, s'ils ont par définition, une bien plus grande connaissance des mécanismes de la finance de marché, peuvent également être victimes de biais décisionnels⁹⁹⁶, et donc susceptibles d'être responsabilisés par un régime plus strict de responsabilité.

Ainsi, Mme Claire Hill⁹⁹⁷ explique, par les biais comportementaux, le fait que les investisseurs, y compris sophistiqués⁹⁹⁸, aient acheté pour des prix élevés des titres intégrant des créances *subprime* (dits « *subprime securities* ») et ce sans faire davantage de recherches,

⁹⁹⁴ V. H. Kripke, *The Myth of the Informed Layman*, 28 *Bus. Law.* 631 (1973).

⁹⁹⁵ B. Black, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, 44 *Loyola University Chicago Law Journal* 1493 (2013).

⁹⁹⁶ B. Black, art. préc., observe une absence d'éducation financière chez les investisseurs de détail, mais également des erreurs cognitives allant au-delà du manque d'éducation financière et affectant les investisseurs sophistiqués.

⁹⁹⁷ C.A. Hill, *Why Didn't Subprime Investors Demand a (Much Larger) Lemons Premium?*, 74 *Law & Contemp. Probs* 47, 50 (2011), *University of Minnesota Law School, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 11-31*, disponible sur SSRN.

⁹⁹⁸ Les banques d'investissement qui ont structuré ces produits en ont même conservé une partie pour elles-mêmes.

ce qui a eu un rôle significatif dans le déclenchement de la crise⁹⁹⁹. Ce comportement peut paraître surprenant étant donné la théorie de M. George Akerlof - on aurait pu penser au contraire que les investisseurs demandent une prime de risque pour ces titres susceptibles d'être de faible qualité (« *lemon securities* ») -, et contre-intuitif - l'intuition aurait commandé la prudence dans de telles circonstances, les investisseurs ayant acheté des titres complexes qu'ils ne pouvaient correctement valoriser... Ce comportement est résulté en fait d'une structure d'incitation biaisée : d'un comportement moutonnier (« *herding* ») de la part des gestionnaires de portefeuille qui agissent pour le compte de tiers - les investisseurs et les marchés évaluant un gestionnaire de portefeuille en le comparant aux autres, la meilleure stratégie pour un gestionnaire peut consister à faire comme ses pairs même s'il doute de la qualité de leurs décisions d'investissement ; et de l'évitement du sentiment de regret de la part des investisseurs individuels qui agissaient pour leur propre compte. Ces deux phénomènes ont été en outre renforcés par les biais d'excès d'optimisme et de confirmation¹⁰⁰⁰. Ces facteurs comportementaux expliquent, selon cet auteur, pourquoi le modèle d'Akerlof est susceptible de ne pas s'appliquer lorsqu'apparaissent de nouveaux produits financiers ou en situation de bulle financière.

Du fait de la complexification de l'ingénierie financière et que les investisseurs ont la mémoire courte – ils reviennent à des produits de meilleure qualité juste après la crise (« *flight to quality* »), mais ensuite cherchent à nouveau des produits présentant un plus grand espoir de rendement et donc plus risqués -, d'autres crises apparaîtront, selon Mme Claire Hill, avec des dommages potentiels encore plus importants pour la société. Elle propose en particulier de lutter contre les comportements moutonniers en incitant les investisseurs au scepticisme et à l'esprit critique – les investisseurs sophistiqués pourraient notamment ne pas se contenter des notes fournies par les agences de notation. Le régime restrictif de responsabilité civile que nous proposons pourrait ainsi être susceptible de responsabiliser les investisseurs sophistiqués, en les encourageant à mener une analyse personnelle et approfondie, et à éviter les comportements moutonniers.

⁹⁹⁹ V. C.A. Hill, *Who Were the Villains in the Supreme Crisis, and Why It Matters*, 4 *Entrepreneurial Bus. L.J.* 323, 325 (2010).

¹⁰⁰⁰ V. notamment D.C. Langevoort, *Chasing the Greased Pig Down Wall Street: A Gatekeeper's Guide to the Psychology, Culture and Ethics of Financial Risk-Taking*, 96 *Cornell L. Rev.* (2010).

445 - **Remarques complémentaires sur le rôle des pouvoirs publics.** Ajoutons enfin quelques remarques sur le rôle des pouvoirs publics. Depuis plus de trente ans, les pouvoirs publics en France, mais aux Etats-Unis également et probablement dans un grand nombre d'Etats, ont eu tendance à attirer les épargnants, et notamment le grand public, sur les marchés financiers, et ce afin d'assurer les besoins de financement de l'économie. Cette attitude nous paraît dangereuse, car elle ne s'est pas accompagnée d'efforts suffisants de promotion de l'éducation financière des investisseurs et d'une volonté réelle de leur faire prendre conscience des risques inhérents aux marchés financiers. Certes, les obligations d'information, qui portent notamment sur les risques encourus, se sont considérablement multipliées et développées, mais on l'a vu, l'information, de par sa technicité et sa lourdeur, est loin d'être la panacée que l'on avait imaginée¹⁰⁰¹. Même si cela est moins vrai depuis la crise des *subprimes* de 2007 et 2008, il manque, à notre sens, un discours politique clair consistant à dire non pas que la finance ou les marchés financiers sont mauvais en soi, ce qui serait une contre-vérité compte tenu de leur utilité pour le financement de l'économie, mais qu'ils peuvent s'avérer particulièrement risqués, surtout pour des investisseurs profanes. Les pouvoirs publics devraient en outre faire preuve de plus de volontarisme en matière d'éducation financière.

On peut d'ailleurs à cet égard se demander si la consécration d'un objectif de confiance, supposé inspirer la réglementation financière, n'est pas partiellement contre-productive. En effet, la « *confiance* » est un terme large, et donc possiblement fourre-tout. Si pour les pouvoirs publics, elle vise la confiance que les opérations menées sur le marché sont bien régulières (protection contre les abus de marché) et qu'elles seront bien exécutées (intervention de la chambre de compensation et garantie de bonne fin, à travers le processus de marché), l'utilisation de ce terme n'est pas exagérée. Mais il se peut que la répétition à l'envi du terme de « *confiance* » donne l'impression au grand public, notamment en raison des biais cognitifs, qu'il peut investir sur le marché en toute sécurité, sans prendre de risques particuliers... Le rôle des pouvoirs publics ne devrait pas être d'inspirer la confiance dans les marchés afin d'y attirer l'épargne à tout prix, mais de faire comprendre aux investisseurs

¹⁰⁰¹ La doctrine américaine a ainsi mis en évidence que les pouvoirs publics devaient prendre conscience que l'information n'était pas la panacée que les rédacteurs du droit boursier fédéral avaient imaginée. Par exemple, l'obligation imposée aux organismes de placement collectif de révéler leurs frais de gestion n'a pas dissuadé les *broker-dealers* de persuader leurs clients d'acheter des parts de fonds actifs coûteux au lieu de fonds indiciels bien moins chers et aux meilleurs rendements (v. M. Bullard, G.C. Freisen, & T. Strapp, *Investor Timing and Fund Distribution Channels* (2008), disponible sur SSRN), même si les choses semblent à cet égard en train de changer.

potentiels que si la réglementation a en grande partie pour but d'assurer leur sécurité, elle ne les garantit en rien contre les risques inhérents aux marchés, et qu'ils doivent donc, à moins d'avoir l'âme d'un parieur ou d'un joueur¹⁰⁰², développer leur expertise financière ou faire appel à des professionnels.

Peut-être que le meilleur moyen de protéger la veuve de Carpentras c'est, plus que de l'indemniser en cas de préjudice, de lui faire comprendre qu'en tant que profane, elle ne devrait pas s'aventurer seule sur les marchés financiers. D'ailleurs, si c'est bien un objectif de développer la confiance, qui inspire la réglementation financière dans la protection de l'investisseur (abus de marché, obligations d'information, processus de marché), c'est également depuis un certain temps déjà, mais sans que cela soit dit, un objectif de développer la méfiance des investisseurs qui l'inspire également, notamment à travers la multiplication de l'information sur les risques et la réglementation du démarchage bancaire et financier. Faudrait-il pour autant appeler à ce que cet objectif de « *méfiance* », comme il en va de celui de confiance, soit clairement énoncé ? Nous en doutons, compte tenu du signal négatif qu'il pourrait envoyer aux marchés, mais peut-être pourrait-on souhaiter au moins que celui de « *confiance* » soit utilisé avec plus de discernement...

446 - Problème de financement de l'économie ? La solution restrictive que nous proposons présente-t-elle un problème au regard de la nécessité de financement des entreprises, et plus généralement de l'économie, sachant que les banques sont aujourd'hui très frileuses dans leur politique d'octroi de crédit ? Rappelons d'abord que les investisseurs particuliers ne représentent directement que 20 % du financement des sociétés cotées. Insistons ensuite et surtout sur le fait qu'il ne s'agit pas de détourner les investisseurs de détail des marchés financiers, mais de leur faire comprendre qu'il leur est préférable de s'adresser à un professionnel, notamment dans le cadre de la gestion active (OPCVM, *hedge funds*) et surtout de la gestion passive, consistant dans la réplique d'un indice, par exemple par les *Exchange Traded Funds (ETF)*, qui obtiennent aujourd'hui des résultats, aussi bons sinon meilleurs, que ceux de la gestion active et à moindre coût. Rappelons enfin que nous n'excluons pas toute indemnisation sur les marchés secondaires, mais proposons seulement de la réserver à ceux

¹⁰⁰² On observera d'ailleurs que, selon la conception du législateur français, les instruments financiers à terme s'apparentaient à des jeux et des paris et qu'il a fallu un texte spécial pour les faire échapper à l'exception de jeu prévue par le Code civil et interdisant à un créancier de demander en justice le paiement d'une dette de jeu.

qui prouvent bien avoir subi un préjudice de décision, et ce en restant dans l'orbite de l'article 1382 du Code civil.

447 - **Distinction avec le marché primaire.** Terminons enfin en indiquant que la conception restrictive que nous préconisons, relativement à la responsabilité civile de l'émetteur pour information publique défectueuse sur le marché secondaire, ne s'impose pas *a priori* sur le marché primaire.

En effet, une transaction réalisée sur le marché primaire se rapproche bien plus d'une transaction classique : elle se réalise entre deux parties identifiées - l'émetteur et un investisseur déterminé -, à un prix d'émission fixé par l'émetteur, partie à la transaction, et sur le fondement de l'information délivrée par ce dernier dans le prospectus¹⁰⁰³. Le marché primaire présente ainsi un particularisme bien plus faible que le marché secondaire au regard de la responsabilité civile. Notamment, les titres étant émis à un prix d'émission fixé par l'émetteur, il n'y a pas encore de cours de bourse efficient et donc, par définition, de préjudice d'altération de cours. Il en résulte que le raisonnement probabiliste, en vertu duquel l'altération du cours constitue sur le marché secondaire un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié, ne peut s'appliquer sur le marché primaire. Au-delà, la diversification ne peut permettre aucune espèce de compensation sur le marché primaire, dès lors que l'investisseur, même diversifié, y est toujours acheteur des titres émis par les émetteurs et jamais vendeur.

En vérité, l'information délivrée sur le marché primaire s'inscrit dans un cadre précontractuel. Mme France Drummond écrit ainsi fort justement à propos de l'obligation pour l'émetteur de diffuser une information sur les instruments qu'il propose au public : *« ce n'est plus le mandataire à qui il rend des comptes mais le consommateur qu'il informe. Cette information est présentée dans le prospectus ou dans une note d'information si la société établit un document de référence. C'est une information précontractuelle que l'on dit « occasionnelle ». Elle a pour objet d'éclairer la décision d'investissement du souscripteur éventuel »*¹⁰⁰⁴. Bien plus, le prospectus constitue un document de vente, et en général la seule information sur les

¹⁰⁰³ Même si elle est également susceptible de provenir de tiers (notamment les analystes financiers pour les titres de capital, et les agences de notation pour les titres de dette).

¹⁰⁰⁴ F. Drummond, *L'information des actionnaires et des investisseurs*, RJ com., 2005, hors-série, in *colloque de l'Association Droit et commerce, Entreprise : l'information et la rumeur*, p. 19. Adde J. Chacornac, *op. cit.*, n° 73 et s., considérant que le prospectus s'inscrit dans un cadre déjà de nature contractuelle.

titres émis, qui en outre doit être complète, à la disposition des investisseurs. Pour l'ensemble de ces raisons, il apparaît plus légitime de présumer l'altération de la décision sur le marché primaire, afin de faciliter l'action en responsabilité civile de l'investisseur, dans la mesure où cette altération restera en tout état de cause difficile à prouver, l'information défectueuse étant, comme sur le marché secondaire, publique.

Un mouvement général se dessine d'ailleurs en ce sens dans de nombreux pays. L'on constate ainsi qu'aussi bien aux Etats-Unis¹⁰⁰⁵, en Allemagne¹⁰⁰⁶ et au Royaume-Uni¹⁰⁰⁷, le législateur a mis en place un régime spécial de responsabilité civile, fondé notamment sur une présomption de causalité, c'est-à-dire d'altération de la décision valable généralement pendant une période de temps limitée à compter de la publication du prospectus. S'ils adoptent des modalités variables, ces régimes sont, en substance, inspirés par l'idée sous-tendant la théorie allemande du « *climat d'investissement* », selon laquelle l'information contenue dans le prospectus, de par son influence, influence le marché, le climat des affaires : « *elle est dans l'air* », en quelque sorte¹⁰⁰⁸. L'on notera d'ailleurs que ces régimes bénéficient généralement aux investisseurs intervenant sur le marché secondaire sur les titres concernés pendant la période d'application de la présomption. En outre, l'AEMF a émis en 2013 un rapport sur la mise en œuvre de la responsabilité civile dans le cadre du prospectus, mettant en évidence une forte tendance à l'adoption de régimes spéciaux au sein de l'Union européenne¹⁰⁰⁹, bien que la directive Prospectus soit assez lacunaire en la matière¹⁰¹⁰.

¹⁰⁰⁵ V. *Securities Act* de 1933, section 11 et section 12(a)(2). La section 11 permet d'obtenir des dommages-intérêts dans le cadre d'une action classique en responsabilité civile, tandis que la section 12(a)(2) vise avant tout à l'annulation de la vente.

¹⁰⁰⁶ V. *Börsengesetz* (« *BörsG* »), art. 44 et 45.

¹⁰⁰⁷ V. *Financial Services and Markets Act (FSMA)* de 2000, section 90.

¹⁰⁰⁸ Cf. *supra*.

¹⁰⁰⁹ ESMA, *Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, ESMA/2013/619, 30 mai 2013. Le rapport est également composé de trois annexes : *Annex I, Commission mandate to provide information* ; *Annex II, Comparative table of responses from EEA States* ; *Annex III, Individual responses from EEA States*. L'annexe III fournit ainsi une description du régime des différents Etats membres en matière de responsabilité civile relative au prospectus. Il en ressort que si, dans une quinzaine d'Etats membres elle continue de relever du droit commun, quinze Etats membres ont toutefois mis en place des régimes spéciaux de responsabilité civile en matière de prospectus (v. ESMA, *Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, ESMA/2013/619, 30 mai 2013, *Summary of responses*, p. 12 et s.). Adde, pour une comparaison générale entre les différents systèmes juridiques à l'échelle internationale, J. Khoo, *Civil Liability for Misstatements in Offer Documents: Striking the Right Balance*, *International Law & Management Review*, vol. 6, p. 50.

¹⁰¹⁰ La responsabilité civile n'a pas été harmonisée dans le cadre de la directive Prospectus. Pour l'essentiel, l'article 6 paragraphe 2 alinéa 1 se contente d'exiger des Etats membres qu'ils appliquent leur droit de la responsabilité civile aux personnes responsables des informations contenues dans le prospectus (et mentionnées au paragraphe 1 du même article). Il ajoute en son alinéa 2, s'agissant du résumé, que « *les Etats membres veillent à ce qu'aucune responsabilité civile ne puisse être attribuée à quiconque sur la base du seul résumé, y*

Il nous semble ainsi, même si la question nécessite de plus amples réflexions, que le droit français, où la matière continue de relever du droit commun de la responsabilité civile, pourrait utilement s'inspirer de cette évolution pour faciliter l'indemnisation des investisseurs victimes d'un prospectus défectueux.

448 - **Conclusion de la Sous-section I.** Etant opposé tant à l'instauration d'une présomption simple d'altération concrète de la décision par l'information défectueuse, qui risquait de déresponsabiliser les investisseurs en les garantissant contre l'aléa boursier, qu'à la théorie prétorienne de l'altération abstraite de la décision, en raison de son caractère arbitraire, punitif et également déresponsabilisant, nous avons logiquement opté pour une limitation de la réparation au préjudice prouvé d'altération de la décision. Restait alors à vérifier que les résultats d'une telle conception restrictive convenaient en matière d'information publique défectueuse délivrée par l'émetteur - y compris celle contrôlée et certifiée par les commissaires aux comptes dès lors qu'il s'agissait d'une information produite par l'émetteur - , compte tenu des finalités que nous nous étions assignées.

A l'examen, tel est bien le cas. Au regard d'abord de la fonction réparatrice de la responsabilité civile, nous avons mené une analyse de la légitimité et de la nécessité d'une indemnisation, à partir d'une nouvelle catégorisation fonctionnelle des investisseurs, prenant en compte leur comportement et leur diversification ; elle nous a confirmé que seuls devaient être indemnisés les investisseurs qui s'étaient fondés, aux termes d'une analyse informationnelle, sur l'information défectueuse. Au regard ensuite des fonctions du droit financier de bon fonctionnement du marché et de protection des investisseurs, une telle limitation va bien dans le sens de l'intérêt du marché, les investisseurs informés assurant l'efficience informationnelle du marché, et de la protection des investisseurs, en permettant éventuellement leur responsabilisation.

Les investisseurs informés étant généralement des investisseurs sophistiqués en mesure d'établir leur préjudice de décision, au besoin grâce à une certaine souplesse probatoire du juge, il en résulte en définitive qu'aucun aménagement de la responsabilité civile n'apparaît

compris sa traduction, sauf si son contenu est trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus, ou s'il 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 des valeurs mobilières. Le résumé comprend un avertissement clair à cet effet ». Cette exigence de fourniture des informations essentielles par le résumé a été ajoutée à l'occasion de révision de la directive Prospectus en 2010.

nécessaire sur le marché secondaire, s'agissant de l'information publique défectueuse délivrée par l'émetteur. En définitive, le choix que nous opérons aura concrètement les mêmes effets que ceux du droit allemand ou du droit anglais, c'est-à-dire une absence d'indemnisation effective à moins que les investisseurs institutionnels ne se décident à agir davantage en matière de responsabilité civile ; il aura toutefois l'avantage d'éviter l'instauration hypocrite d'un régime spécial « *alibi* ».

Il nous faut maintenant vérifier que cette conception restrictive de la responsabilité civile sur le marché secondaire est également justifiée s'agissant de l'information émanant des intermédiaires informationnels publics.

Sous-section II - L'information par les intermédiaires informationnels publics

449 - **Considérations liminaires. Développement de l'analyse de l'information sur l'émetteur par des intermédiaires informationnels publics.** Comme nous l'avons dit, l'information délivrée directement par l'émetteur, de par notamment sa densité et sa complexité, n'est pas aisément intelligible pour les investisseurs. Avec l'expansion des marchés financiers et l'émergence d'une industrie de la finance dans les années 1980, s'est ainsi développé un certain nombre de professions telles que les agences de notation, analystes financiers et journalistes financiers, ayant pour objet d'analyser, de décrypter, de noter cette information, afin d'en faciliter la compréhension et de permettre aux investisseurs de prendre une décision éclairée¹⁰¹¹. Nous nous concentrerons, dans la suite de cette étude, sur les agences de notation et les analystes financiers. Pour définir la mission qu'assument ces professionnels et en mesurer toute la singularité, on peut la comparer à la fonction d'information et de conseil

¹⁰¹¹ V. A.-C. Muller, *Aléa et marchés financiers*, in *L'aléa*, Journées nationales - Association Henri Capitant des amis de la culture juridique française, Le Mans, 2009. Université du Maine, t. 14, Dalloz, 2011, p. 75, spéc. p. 77 ; J.-J. Daigre, *L'analyse financière, une nouvelle activité réglementée*, in *Droit et actualité : études offertes à Jacques Béguin*, Litec, 2005, p. 231, observant 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* ». Sur la différence et la proximité avec la mission assurée par les commissaires aux comptes, v. notamment 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 communiquées. En cela, ils exercent une forme de contrôle, au titre de l'esprit critique attendu d'eux* ».

habituellement exercée par les prestataires financiers auprès de leurs clients, soit leur fonction d'« *intermédiation en information* ».

Comme des intermédiaires en information classiques, agences de notation et analystes financiers remplissent une fonction d'intermédiation entre d'une part, les émetteurs et les titres qu'ils émettent, et d'autre part, les investisseurs potentiels, puisque par l'analyse à laquelle ils procèdent et qu'ils communiquent - analyse qui peut aller, dans le cas des analystes financiers, jusqu'à prendre la forme d'une recommandation -, ils contribuent à la réalisation de transactions et donc à rapprocher émetteurs et investisseurs. Toutefois, à l'inverse des intermédiaires habituels, ils communiquent leurs analyses et leurs recommandations non pas à des clients particuliers, mais à l'ensemble du public, de sorte que celles-ci ne revêtent aucun caractère personnalisé au regard de leurs destinataires. Délivrant ainsi, à l'ensemble des investisseurs, des analyses et recommandations destinées à éclairer leurs décisions d'investissement tout en restant impersonnelles, ces professionnels exercent une mission que l'on peut qualifier d'« *intermédiation informationnelle publique* », et ce par opposition à l'« *intermédiation informationnelle privée* », exercée par les prestataires de services d'investissement, notamment lorsqu'ils exercent le service de conseil en investissement¹⁰¹², ou les conseillers en investissements financiers¹⁰¹³, dès lors que ces professionnels ne prodiguent des conseils qu'à l'attention de leurs clients et non de l'ensemble du public. Participant à « *l'intelligibilité et à l'accessibilité de l'information financière* »¹⁰¹⁴, analystes financiers et agences de notation sont un maillon de la « *chaîne* »¹⁰¹⁵ de ladite information financière.

¹⁰¹² Le service de conseil en investissement a été élevé au rang de service d'investissement depuis l'ordonnance du 12 avril 2007 transposant la directive MIF (C. mon. fin, art. L. 321-1, 5°).

¹⁰¹³ C. mon. fin., art. L. 541-1.

¹⁰¹⁴ V. Jamet, *De l'influence du principe de transparence sur la chaîne de régulation de l'information financière*, th. Nice, 2007, n° 774.

¹⁰¹⁵ Sur la notion de « *chaîne informationnelle* », v., notamment, V. Jamet, *op. cit.* ; A. Couret, *Transparence, indépendance de l'opinion et chaîne de sécurité de l'information*, in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, Joly Editions, 2005, p. 168 ; C. Malecki et V. Magnier, *La régulation des conflits d'intérêts : les impulsions européennes*, in *Dossier Conflits d'intérêts en droit financier*, Journ. stés, févr. 2009, n° 62, p. 37, incluant les analystes financiers et les agences de notation dans « *l'ensemble des intermédiaires de la chaîne d'information sur le marché* » ; Ph. Bissara, *Analystes financiers et agences de notation*, Bull. Joly Bourse, 2004, n° 1, p. 11, pour lequel « *une transparence effective dépend non seulement bien entendu de l'intégrité et de la clarté de l'information diffusée par la société émettrice, mais également de l'intégrité et de l'efficacité de l'intervention en chaîne des professionnels que sont les auditeurs, les analystes financiers et les agences de notation qui participent au contrôle, à l'évaluation de la plausibilité, à la comparaison ainsi qu'à la diffusion de l'information financière* » ; 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.

450 - **Le particularisme de l'information : une opinion prévisionnelle, fondée sur une analyse méthodologique des faits, universellement compréhensible par l'investisseur.** Le particularisme de la fonction exercée par les intermédiaires informationnels publics rejaillit sur celui de la nature des informations qu'ils diffusent, ce qui les distingue également des émetteurs. En effet, l'information transmise par ces professionnels prend la forme originale d'une recommandation d'investissement émise par un analyste financier ou d'une note d'un titre de dette ou d'un émetteur par une agence de notation. Le particularisme est en fait double. D'une part, il ne s'agit pas d'une information brute ou factuelle, comme une grande partie de l'information délivrée par l'émetteur, mais d'une information d'un type particulier : une opinion sur un émetteur ou sur un titre. D'autre part, il ne s'agit pas non plus d'une simple opinion, mais d'une opinion publique émise par un professionnel, reposant sur un mode perfectionné d'élaboration et des règles précises de présentation. Elle consiste en effet, pour l'essentiel, en une prévision déduite d'une analyse rigoureuse, et fondée sur une méthodologie transparente, des faits à la disposition de l'analyste, et dont il opère une synthèse compréhensible par l'investisseur. L'opinion élaborée présente ainsi plusieurs caractères : elle est une prévision publique et impersonnelle ; issue d'une analyse méthodologique rigoureuse et transparente ; et présentée sous la forme d'une synthèse, universellement compréhensible par un investisseur, des informations disponibles¹⁰¹⁶.

Ces caractéristiques distinguent les intermédiaires informationnels publics à la fois des émetteurs et des prestataires financiers. Des émetteurs, d'une part, car si ceux-ci sont couramment amenés à formuler, outre des informations factuelles, une opinion sur la marche

¹⁰¹⁶ Pour une étude détaillée de la nature de l'information délivrée par les agences de notation et les analystes financiers, v. J. Chacornac, *op. cit.*, n° 936 et s. Des différences distinguent toutefois les opinions produites par les agences de notation et par les analystes financiers. V. ainsi B. Dondero, M. Haschke-Dournaux et S. Sylvestre, *Les agences de notation*, Actes pratiques et Ingénierie Sociétaire, nov.-déc. 2004, p. 5, n° 4 et s., considérant que « *par ses traits particuliers (objectif, résultat, méthode), l'activité des agences de notation se démarque de celle des analystes* ». Premièrement, la notation a un objectif plus restreint que l'analyse financière (en ce sens, elle constitue une forme d'analyse financière) : « *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 emprunteur* », en d'autres termes « *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* » ; la notation apparaît également davantage centrée sur le long terme. Deuxièmement, du point de vue du résultat, « *la notation conduit par définition à l'attribution d'une note, mais elle se limite à cela, sous réserve d'un certain nombre d'affinements (alertes, mises sous surveillance, perspectives, etc.), alors que l'analyse financière, qui peut impliquer une notation, exprime une opinion sous une forme libre et qui peut ne pas se résumer à une note. La note attribuée a pour caractéristique essentielle d'être un indicateur cohérent et normalisé du risque de défaillance de l'émetteur d'un titre* ».

de l'entreprise ainsi que des informations prévisionnelles¹⁰¹⁷, le droit ne leur impose pas de mettre en œuvre des exigences de méthodologie, de présentation et de transparence aussi fortes que celles qu'il prévoit pour les agences de notation et les analystes financiers - au motif certainement que les émetteurs analysent en interne des informations les concernant en propre et auxquelles ils ont directement accès. Elles les distinguent des prestataires financiers, d'autre part, car, si la réglementation, d'origine européenne pour l'essentiel, soumet ces derniers à des obligations professionnelles toujours plus nombreuses, elles ne sont pas exactement du même ordre que celles qui s'imposent aux intermédiaires informationnels publics. En effet, délivrant des informations personnalisées à leurs clients, les prestataires ont surtout à s'enquérir de leur situation personnelle afin de leur fournir des informations et des conseils qui soient bien appropriés. Les agences de notation et analystes financiers diffusant au contraire une information impersonnelle, par principe valable pour tous les investisseurs, il est fondamental que son élaboration repose sur une méthodologie rigoureuse et transparente¹⁰¹⁸, ce qui constitue un gage de qualité, et qu'elle soit présentée de manière à pouvoir être universellement comprise par un investisseur sans qu'il soit besoin de lui fournir plus d'explications, ce qui constitue un gage d'intelligibilité¹⁰¹⁹.

451 - **Le particularisme de la responsabilité civile.** Le particularisme de la nature de l'information délivrée par les intermédiaires informationnels publics rejaillit à son tour sur celui de leur responsabilité civile, aussi bien au regard de la faute, que du préjudice et du lien de causalité.

La faute, d'abord, présente un fort particularisme. L'on pourrait, dans un premier temps, être tenté de se dire que l'information fournie par ces professionnels ne constituant qu'une opinion, ils devraient, comme des journalistes, bénéficier d'un régime particulièrement protecteur de leur liberté d'expression, de sorte que leur responsabilité ne soit susceptible

¹⁰¹⁷ V. A. Sotiropoulou, *La responsabilité civile des agences de notation*, Bull. Joly Bourse, 2013, n° 1, p. 47, spéc. n° 21, assimilant l'information délivrée par les agences de notation à l'information prévisionnelle diffusée par l'émetteur : « *les notations ne pourraient-elles être assimilées aux informations de nature qualitative (soft information) permettant aux investisseurs de bénéficier du regard de la direction sur l'évolution de la situation de la société ? Nul ne contestera que les notations constituent certes des prévisions, mais étayées par des faits déjà avérés. Pourquoi, dès lors, les traiter différemment de l'information prévisionnelle diffusée par les dirigeants d'une société sur ses performances attendues et sur l'ensemble des risques potentiels auxquels elle fait face, alors que ce type d'informations sont précisément susceptibles d'engager la responsabilité de leurs auteurs ?* ».

¹⁰¹⁸ V. J. Chacornac, *op. cit.*, n° 958 et s.

¹⁰¹⁹ Adde J. Chacornac, *op. cit.*, n° 948, écrivant que « *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 favorable et, d'autre part, elle ne présente pas le caractère nécessairement personnalisé de la prestation de conseil* ».

d'être mise en cause que dans des cas exceptionnels. C'est l'argument qu'ont fait valoir, souvent avec succès, les agences de notation aux Etats-Unis, au titre de la liberté d'expression protégée par le 1^{er} amendement de la Constitution américaine, ce qui leur a assuré une quasi-immunité. Toutefois, à la réflexion, on perçoit rapidement la faiblesse de ce raisonnement au regard de la nature particulière de l'opinion émise, qui n'est pas une simple opinion, mais une opinion prévisionnelle synthétique, élaborée selon une méthodologie rigoureuse et transparente, et universellement intelligible par un investisseur. Si, comme toute opinion, celle émise par les analystes financiers et agences de notation est nécessairement subjective, elle doit cependant tendre, de par son mode d'élaboration et de présentation, à l'objectivité¹⁰²⁰.

Il en résulte que, s'il ne fait guère de sens pour un investisseur de faire valoir le caractère inexact ou trompeur d'une notation ou d'une recommandation publique d'investissement, comme il serait susceptible de le faire à propos d'une information factuelle délivrée par l'émetteur, il apparaît en revanche parfaitement légitime à se prévaloir d'une faute qu'une agence de notation ou un analyste financier aurait commise dans l'élaboration ou la présentation de ses opinions. Il lui reprocherait ainsi de n'avoir pas conduit son processus de recherche et d'analyse avec suffisamment de rigueur, de diligence et d'objectivité, et notamment de n'avoir pas respecté les règles encadrant ledit processus, en particulier en matière de vérification des informations utilisées, de respect de la méthodologie et de conflit d'intérêts. Il pourrait également considérer que l'opinion n'a pas été présentée de manière loyale, de sorte que sa compréhension en a été faussée. En d'autres termes, si les investisseurs ne peuvent pas mettre en avant la « *fausseté* » d'une opinion sur laquelle ils se seraient fondés - une opinion n'étant, par nature, ni vraie ni fausse -, ils peuvent sans aucun doute remettre en question le mode de production ou de présentation de cette opinion. Ce n'est ainsi pas directement le mensonge ou la tromperie que l'investisseur est amené à reprocher ici à l'auteur de l'information, comme il le ferait à l'égard d'un émetteur, mais un manque de rigueur, d'objectivité, de loyauté, de professionnalisme. Il en résulte que, d'un point de vue notionnel, la faute éventuellement commise par les intermédiaires informationnels publics est bien plus complexe qu'une simple faute d'information et, du point de vue du régime, que la preuve en sera bien plus difficile à rapporter pour l'investisseur. En effet, si la fausseté de

¹⁰²⁰ V. J. Chacornac, *op. cit.*, n° 971, parlant d'une information « *tendanciellement objective* ».

l'information diffusée par l'émetteur sera tôt ou tard découverte, ne serait-ce que par la rectification, la faute commise par les intermédiaires informationnels publics a trait pour l'essentiel à un processus d'élaboration interne, qu'il est particulièrement malaisé pour l'investisseur de connaître, à moins d'une sanction administrative préalable.

Le particularisme de la nature de l'information rejailit également sur le préjudice et la causalité. Certes, comme toute information délivrée au public, l'opinion émise par les intermédiaires informationnels publics, est susceptible d'avoir une double influence : sur la décision des investisseurs, mais également sur le cours d'un instrument financier¹⁰²¹, comme l'a révélé notamment la crise financière des *subprimes*. Toutefois, il apparaît assez évident qu'en comparaison de l'information fournie par l'émetteur, les opinions délivrées par les analystes financiers et agences de notation, outre l'impact qu'ils peuvent entraîner mécaniquement sur le cours, sont, de par leur nature même, bien plus susceptibles de causer un préjudice d'altération de la décision. La note attribuée aux titres de dette par les agences de notation est bien souvent un critère déterminant dans la décision des investisseurs à l'égard de ces titres, et l'analyse à laquelle se livrent les analystes financiers sur les titres de capital conduit à émettre une recommandation d'investissement, c'est-à-dire une information qui a pour objet même d'inciter à la prise de décision¹⁰²².

¹⁰²¹ Pour Ph. Bissara, art. préc., p. 11, l'intervention des analystes financiers et des agences de notation « est décisive pour la formation des cours et la prise de décisions d'investir ou de désinvestir, sinon des épargnants individuels, du moins des gestionnaires d'actifs collectifs rassemblés dans des OPCVM ou des des fonds de pension qui déterminent l'essentiel des mouvements sur les marchés financiers ». Il observe notamment que la notation financière sur la solvabilité, si elle concerne directement les prêteurs que sont les souscripteurs d'obligations ou de titres de créance négociables, a également un effet sur l'appréciation de la valeur de l'entreprise et sur le cours de ses titres de capital (p. 14). V. notamment Rapport 2009 de l'AMF sur les agences de notation, 9. juill. 2010, p. 8, observant que 32 % des groupes français notés sont cotés en bourse, la quasi-totalité d'entre eux faisant partie de l'indice CAC 40, d'où l'impact potentiellement important, au-delà du marché de la dette, sur le marché des actions.

¹⁰²² V. V. Jamet, *op. cit.*, n° 775 : « 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 » ; J. Chacornac, *op. cit.*, n° 934, notant que ces deux activités ont « une incidence forte sur les appréciations que porte le public des investisseurs sur un émetteur ou un instrument financier » ; D. Martin et L. Chekroun, *Le cadre juridique de l'analyse financière*, RTDF, 2008, n° 2, p. 37 : « les analystes financiers jouent un rôle essentiel dans la transmission de l'information au marché et participent ainsi à son efficience. Ils offrent aux investisseurs une grille de lecture des sociétés, fondée sur des prévisions de leurs résultats et sur une évaluation de leurs perspectives. En collectant des informations sur les entreprises qu'ils suivent, ils forment une opinion sur celles-ci qu'ils expriment dans des notes de recherche, des prévisions de résultat et des recommandations d'achat, de vente ou de conservation d'actions, susceptibles de fonder des décisions d'investissement ou de désinvestissement. Leurs recommandations permettent ainsi d'attirer l'attention des investisseurs sur certaines valeurs. A l'inverse, les sociétés qui ne font pas l'objet d'un suivi par les analystes sont d'autant moins susceptibles d'acquiescer la visibilité nécessaire à la mobilisation de capitaux ».

Or, si nous avons montré précédemment que la réparation d'une altération de cours était largement inutile sur le marché secondaire, quel que soit l'auteur de l'information, un tel raisonnement ne saurait valoir pour le préjudice d'altération de la décision. Expliquons-nous. Si en raison d'une altération de la décision, un investisseur diversifié a, comme du fait d'une altération du cours, autant de chances d'être gagnant ou perdant au titre des opérations effectuées, c'est-à-dire de réaliser de bonnes ou de mauvaises transactions, il n'y a aucune raison qu'il en soit ainsi au regard du montant même des gains ou des pertes réalisés. En effet, la décision d'investissement, prise sur le fondement de l'information défectueuse, peut conduire à des gains ou à des pertes d'un montant indéterminé, qui n'ont donc pas *a priori* de raison de se compenser sur le long terme, comme il en va en revanche de l'altération du cours. Ainsi, le marché ne répare pas mécaniquement, à travers la diversification, les préjudices d'altération de la décision, comme il le fait pour les préjudices d'altération du cours.

Si l'existence du préjudice de décision des investisseurs semble ainsi acquise, l'on peut toutefois se poser la question de sa légitimité, dès lors que les analyses et notations produites ne sont que des opinions prévisionnelles, et non des informations factuelles dont la véracité est attestée par leur auteur. En d'autres termes, est-il bien légitime ou raisonnable pour un investisseur de fonder sa décision d'investissement sur ce qui n'est qu'une prévision ?

452 - **Maintien dans le droit commun *de lege ferenda* : limitation de l'indemnisation au préjudice prouvé d'altération de la décision.** Se pose dès lors la question de la nécessité et de la légitimité de la réparation du préjudice d'altération de la décision causé par les intermédiaires informationnels publics, en tenant compte des spécificités que nous venons d'évoquer. Une telle réparation exigerait, de fait, la mise en place de régimes spéciaux de responsabilité civile profondément dérogoires au droit commun, et qui iraient à l'encontre des fonctions du droit financier de protection des investisseurs et de bon fonctionnement du marché. Cette raison plaide ainsi pour le maintien dans le droit commun de la responsabilité civile des intermédiaires informationnels publics, ce qui restreint, comme pour l'information issue de l'émetteur, l'indemnisation au préjudice prouvé d'altération de la décision.

Si la responsabilité civile des intermédiaires informationnels publics, quels qu'ils soient, soulève une problématique en grande partie commune, elle présente également des spécificités pour chacun d'entre eux, de sorte que nous envisagerons, d'une part, les agences de notation (**Paragraphe 1**), et d'autre part, les analystes financiers (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - Les agences de notation

453 - **Définition et processus de la notation financière.** Selon l'*IOSCO-OICV*, une agence de notation de crédit est « *une entité dont l'activité est la publication de notation de crédit à des fins d'évaluation du risque de crédit d'émetteurs ou de titres de créances ou assimilés. Le risque de crédit correspond au risque qu'un émetteur ne soit pas en mesure d'assurer le paiement des intérêts et/ou du principal d'une créance* »¹⁰²³. Historiquement, ces agences dites de « *rating* » sont apparues aux Etats-Unis dès le milieu du 19^e siècle, dans le contexte du développement du marché obligataire dans le domaine des chemins de fer : Standard and Poor's en 1860, Moody's en 1900. Ce n'est que bien plus tard, dans les années 1980-1990, que, dans le contexte de la mondialisation de l'économie et de la finance, la technique de la notation a commencé à être utilisée en France à travers l'installation de ces sociétés américaines en Europe, faute d'émergence d'agences locales. A l'heure actuelle, interviennent sur le territoire français, Standard and Poor's et Moody's par le biais de filiales, ainsi que la société Fitch et, depuis 2005, l'agence AM Best, spécialisée dans les entreprises d'assurance¹⁰²⁴. Elles y occupent désormais une place considérable parmi les acteurs des marchés financiers. Outre leur effet sur la décision des investisseurs, elles ont un impact avéré sur le prix des obligations, mais aussi sur celui des actions, étant donné qu'elles donnent une indication sur la situation et les perspectives de l'émetteur¹⁰²⁵.

Les agences de notation notent aussi bien l'entité (Etats souverains, collectivités territoriales, banques et établissements financiers, et entreprises), que les titres de dette eux-mêmes : dans le premier cas, il s'agit d'apprécier la solvabilité générale de l'entité, c'est-à-dire sa capacité à faire face à l'ensemble de ses obligations (la note est dite « *note de référence* ») ; dans le

¹⁰²³ A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 229.

¹⁰²⁴ A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 229, citent également l'agence Dominion Bond Rating Service, spécialisée dans la notation des institutions financières et des produits structurés, et qui a ouvert une succursale à Paris en 2006.

¹⁰²⁵ V. J.-M. Moulin, *Vingt ans d'agences de notation de crédit*, Bull. Joly Bourse, 2012, n° 12, p. 576 : « *cet effet de la notation sur le prix des actifs financiers peut s'expliquer ainsi : une dégradation de la note d'un émetteur de titres de créance, d'une part, va voir le prix de ces titres baisser car nombre de gestionnaires d'actifs tenus par leur réglementation sur la qualité des actifs qu'ils doivent détenir, devront céder les titres de créance précédemment acquis et, d'autre part, de nombreuses clauses contractuelles vont se déclencher entraînant pour la société émettrice un renchérissement du coût du crédit. Par ailleurs, cette notation va influencer sur le cours des actions car la note va donner une indication sur les perspectives économiques de l'émetteur de dette et, subséquentement, sur la valeur de rendement de ses titres de capital. Dès lors, il est certain que la réaction du marché aux notes émises (notamment lorsqu'elles sont revues à la baisse) peut entraîner un effet autoréalisateur de la note prédictive émise par une agence sur la qualité de crédit (creditworthiness) d'un émetteur* ».

second cas, il s'agit seulement d'apprécier la capacité à faire face au remboursement de la dette correspondant aux titres en question – la note peut d'ailleurs être plus ou moins élevée que la note de référence en fonction des caractéristiques des titres. En principe, la notation est réalisée dans une perspective à long terme, c'est-à-dire sans tenir compte des phases d'expansion et de récession du cycle économique¹⁰²⁶. Chaque agence dispose de sa propre méthodologie et de son propre système de notation. Celui-ci va de la note la plus élevée de AAA – synonyme d'une excellente solvabilité - à la moins élevée de D – signifiant que l'entité est déjà en faillite -, en passant par tout un système de gradations (« *crans* ») à base de lettres, de chiffres, voire de signes + ou -. En tout état de cause, pour l'ensemble des agences, les notes se répartissent en deux grandes catégories : celle des notes d'investissement (« *investment grade* »), signe d'une certaine confiance quant au remboursement de la dette, et celle des notes spéculatives (« *speculative grade* »), indiquant un risque élevé de non-remboursement. Naturellement, moins la note sera élevée, plus l'investisseur exigera un taux d'intérêt important ou sera prêt à payer un prix faible pour le titre de dette en question.

On distingue par ailleurs les notations sollicitées par l'entité, qui paie pour la notation et apporte son entier concours à l'agence, celle-ci disposant alors à la fois des informations publiquement disponibles et d'informations confidentielles¹⁰²⁷, et les notations non sollicitées ou « *sauvages* », pour lesquelles l'agence doit se contenter des informations publiques. Les premières sont largement les plus courantes. Il arrive également que les entités acceptent d'apporter leur concours à la notation alors même qu'elle est à l'initiative de l'agence. Les entités qui font l'objet d'une notation sauvage sont par ailleurs incitées par la suite à solliciter une notation. La notation fait l'objet d'une actualisation régulière et peut être révisée à tout moment à la suite d'un événement particulier, ce qui peut aboutir à une augmentation ou à une baisse de la note, ou à une mise sous surveillance avec implication positive ou négative, à l'issue de laquelle l'agence finalisera sa position¹⁰²⁸.

¹⁰²⁶ On parle de « *rating through the cycle* ».

¹⁰²⁷ Le travail de l'agence s'organise alors en trois étapes : collecte de l'information publique ; entretiens avec les dirigeants qui fournissent davantage d'explications sur le secteur, la stratégie et la situation économique et financière de la société ; décision collégiale prise par plusieurs experts avec pour finalité d'attribuer une note. V. B. Quentin, *Les agences de notation, in colloque Information financière et responsabilité*, dir. H. Synvet, RDBF, nov. 2004, n° 6, dossier 100079.

¹⁰²⁸ A.-D. Merville, *Droit financier*, Gualino Lextenso, 2015, 2^e éd., n° 372.

454 - **Généralisation et institutionnalisation de la pratique de la notation.** La notation est aujourd'hui une exigence incontournable pour l'accès des émetteurs aux marchés de capitaux. En effet, pour les investisseurs, elle constitue désormais un critère-clé dans leur appréciation du risque d'un investissement, dans des marchés toujours plus globaux et face à des produits toujours plus complexes, qui rendent malaisée la maîtrise de l'information et donc de l'ensemble des paramètres de risques¹⁰²⁹. En outre, elle s'impose souvent comme un critère obligatoire pour un certain nombre d'investisseurs institutionnels, comme les fonds de pension, dont les statuts exigent un niveau de notation minimal pour les titres de dette qu'ils sont autorisés à détenir¹⁰³⁰.

Enfin, elle est même devenue un critère de nature réglementaire, notamment dans le cadre de la réglementation internationale relative à la solvabilité des établissements de crédit. Ainsi, les accords dits de Bâle II, fixant les normes prudentielles que doivent respecter les établissements bancaires, leur permet, pour déterminer leur niveau de fonds propres réglementaires, de recourir soit à un système interne d'évaluation, soit à une méthode standard fondée sur des notations émises par des Organismes extérieurs d'évaluation de crédit (OECC), ces derniers étant en pratique en majorité des agences de notation¹⁰³¹. L'intervention d'une agence de notation est requise également en cas d'offre au public de parts, d'actions ou de titres de créance émis par un organisme de titrisation, afin d'éclairer les souscripteurs sur les risques que ces instruments présentent¹⁰³². En raison de l'institutionnalisation leur mission, les

¹⁰²⁹ *Ibid.*, n° 371.

¹⁰³⁰ *Ibid.*

¹⁰³¹ Les accords de Bâle II ont été transposés en Europe par la directive n° 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, JOUE du 30 juin 2006, L 177/1. Cette directive a été transposée en France et l'article L. 511-44 du Code monétaire et financier confie à l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) la mission d'établir la liste des OECC reconnus en France. Une grande partie de cette liste est constituée d'agences de notation. V. également la directive n° 2006/49/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, JOUE du 30 juin 2006, L 177/201.

¹⁰³² V. C. mon. fin., art. L. 214-170. De même, en matière d'émission de titres de créance négociables, l'article D. 213-3 du Code monétaire et financier prévoit que « *les émetteurs doivent rendre publique une notation de leur programme d'émission, obtenue auprès d'une agence spécialisée figurant sur une liste arrêtée par l'autorité administrative compétente ou, le cas échéant, disposer d'un garant bénéficiant d'une telle notation* », liste qui comprend les principales agences de notation enregistrées en Europe.

agences de notation sont ainsi devenues des « *arbitres réglementaires* »¹⁰³³, voire selon certains auteurs, des « *organismes parapublics* »¹⁰³⁴.

455 - **Changement majeur de perspective : absence de régulation, autorégulation, réglementation.** Pendant longtemps, les agences de notation ont exercé leur activité sans être soumises à une quelconque forme de régulation grâce à la réputation d'excellence qu'elles avaient acquise du fait de l'absence de défaillance importante, et ce alors que l'abandon du modèle de l'« *investisseur-payeur* » au profit de celui de l'« *émetteur-payeur* » durant les années 1970 avait pourtant augmenté les risques de conflit d'intérêts. Le modèle reposait donc sur la confiance. Si les premiers reproches dont elles firent l'objet à l'occasion des crises asiatiques de la fin des années 1990 et des scandales financiers du début des années 2000 ont sonné le glas de cet état de grâce, la première étape n'a toutefois consisté qu'à mettre en place une autorégulation, dépourvue de toute force contraignante¹⁰³⁵. L'*OICV-IOSCO*, qui regroupe les principales autorités de régulation à travers le monde, a ainsi élaboré en 2004 un code de bonne conduite applicable aux agences de notation, et qui traitait notamment de la qualité et de l'intégrité du processus de notation, de l'indépendance et la prévention des conflits d'intérêts, et de la transparence et la confidentialité des informations¹⁰³⁶. Les autorités européennes se sont également saisies de la question, et à la suite de différents travaux, la Commission européenne s'est déclarée, en 2006, en faveur du principe du renforcement de l'autorégulation, mais hostile à toute forme de réglementation¹⁰³⁷. Elle a d'ailleurs demandé au Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (dit « *CERV* » ou, en anglais, « *CESR* » soit « *Committee of European Securities Regulators* ») d'établir un bilan sur l'application du code *IOSCO-OICV*¹⁰³⁸. On se trouvait ainsi dans une situation paradoxale

¹⁰³³ V. par exemple E. Weemaels, *La responsabilité des agences de notation : des sociétés responsables comme les autres ?*, Revue pratique des sociétés, 2012/2, p. 123, spéc. p. 133.

¹⁰³⁴ J.-M. Moulin, *Vingt ans d'agences de notation de crédit*, Bull. Joly Bourse, 2012, n° 12, p. 576. Adde J.-B. Auby, *A propos des agences de notation*, Dr. adm., oct. 2011, repère 9, considérant que « *les agences de notation exercent comme une crypto-fonction d'intérêt général* ».

¹⁰³⁵ Sur l'évolution des normes déontologiques en la matière, v. M. Beaubrun, *La déontologie des entreprises de notation*, in *La notation d'entreprises*, dir. G. Virassamy, L'Harmattan, 2010, p. 19.

¹⁰³⁶ *OICV-IOSCO, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, déc. 2004, révisé en mai 2008, puis en mars 2015.

¹⁰³⁷ Communication de la Commission sur les agences de notation, 2006/C 59/2, JOUE, 11 mars 2006.

¹⁰³⁸ *CESR' Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code*, déc. 2006.

où les Etats avaient délégué d'importantes compétences aux agences en l'absence de tout contrôle réglementaire¹⁰³⁹.

L'approche a changé du tout au tout à l'issue de la récente crise financière des *subprimes*, qui a placé les agences de notation au centre des critiques : leurs défaillances ont d'autant plus été stigmatisées que l'on a mis en évidence leur rôle fondamental dans le fonctionnement et dans l'efficacité des marchés financiers. Il leur a été principalement reproché d'avoir entraîné un risque systémique, en notant de manière très élevée des produits adossés à des prêts hypothécaires particulièrement risqués et à la structuration desquels elles avaient pu être amenées à participer, et en ne révisant que très tardivement leurs notes alors que certains des établissements financiers étaient déjà en situation de faillite¹⁰⁴⁰. Ayant pris conscience des faiblesses du processus de notation, de l'existence de conflits d'intérêts ainsi que des risques occasionnés par le caractère oligopolistique du secteur, le législateur européen s'est décidé à intervenir, de sorte que les agences de notation font désormais l'objet, à l'échelle européenne, d'une législation importante, sans cesse renforcée, et directement applicable dans les Etats membres du fait de l'utilisation de l'instrument du règlement. D'« *un angle mort de la réglementation* »¹⁰⁴¹, les agences sont devenues, en quelques années, l'objet d'une obsession réglementaire. Leur encadrement reste toutefois complexe en ce que, si elles sont généralement de nationalité américaine, leur champ d'activité est mondial.

A d'abord été édicté un règlement n° 060/2009/CE du Parlement et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation et de crédit¹⁰⁴². Ce texte a exigé, pour l'essentiel,

¹⁰³⁹ V., pour plus de détails, A. Hublet, *Le paradigme d'un paradoxe : la délégation de compétences aux agences de notation par les Etats en l'absence d'un contrôle réglementaire*, in *Les agences de notation financière : entre marchés et Etats*, dir. B. Colmant, Larcier, coll. Cahiers financiers, 2013, p. 39. Adde A. Piquemal, *Les agences de notation en question*, EUREDIA, 2009/1, p. 139, spéc. p. 154, notant l'asymétrie entre le rôle croissant des agences dans la régulation et leur absence d'encadrement.

¹⁰⁴⁰ V., notamment, rapport du groupe de Larosière du 25 février 2009, p. 11. Adde B. du Marais et Ph. Frouté, *Le droit, les agences de notation et la crise du crédit*, *Revue d'économie financière*, hors-série 2008, p. 1, notant, en matière de titrisation, « *une fabrication presque artisanale de la note* » à l'issue de discussions entre l'agence, l'émetteur et son conseil, et la concentration des opérations entre quelques grands établissements financiers, quelques cabinets d'avocats et les trois principales agences. Il en résulte un risque de conflit d'intérêts bien plus important dans le cadre du modèle « *émetteur-payeur* ».

¹⁰⁴¹ A. Couret, *Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation*, *Rev. sociétés*, 2003, p. 765.

¹⁰⁴² Règlement CE n° 1060/2009 du Parlement et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, JOCE, 17 nov. 2009, L/302/1. V. notamment Th. Granier, *Eclairage. Le règlement communautaire sur les agences de notation : un début de régulation de l'activité ?*, *Bull. Joly Bourse*, 2010, n° 1, p. 8 ; O. Douvreur, *La mise en place d'un nouveau cadre de régulation : les agences de notation*, RTDF, 2010, n° 2, p. 20 ; F. Veverka, *Faut-il une réglementation stricte des agences de rating ?*, *JCP E*, juin 2009, n° 23, 1578 ; J.-M. Moulin, *Le règlement européen (CE) n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit*,

que les agences de notation mettent en place une organisation et adoptent des règles de conduite dans le but de prévenir les conflits d'intérêts et de garantir leur indépendance, ainsi que d'améliorer l'intégrité, la transparence et la qualité du processus de notation. Il a également instauré un régime d'enregistrement des agences de notation dans l'Union européenne auprès de chaque autorité de régulation nationale¹⁰⁴³, qui se voit dotée par ailleurs d'un pouvoir de surveillance¹⁰⁴⁴. Les investisseurs institutionnels¹⁰⁴⁵ ne peuvent utiliser à des fins réglementaires que des notations de crédit émises par des agences de notation établies dans l'Union et enregistrées conformément au règlement. Il a toutefois été modifié, à cet égard, par le règlement n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011¹⁰⁴⁶ qui, tenant compte de la création de l'Autorité européenne des marchés financiers (dite « *AEMF* », ou, en anglais, « *ESMA* », soit « *European Securities and Markets Authority* »), en a fait la seule autorité de régulation compétente pour l'enregistrement et la surveillance des agences au sein de l'Union européenne. Cette autorité est désormais investie d'un pouvoir d'enquête, de contrôle sur place, et de sanction à l'égard des agences de notation au titre des infractions au règlement désormais énumérées dans une annexe III. Elle peut notamment retirer l'enregistrement, interdire temporairement l'émission de notation, suspendre l'utilisation de la notation, exiger de l'agence qu'elle mette fin à l'infraction, émettre une communication au public ou prononcer une amende ou une astreinte. Les Etats membres ne conservent un pouvoir de sanction qu'à l'égard des établissements financiers et autres entités qui manqueraient à l'obligation de n'utiliser à des fins réglementaires que des notations de crédit émises par des agences de notation enregistrées.

JCP E, 2010, 1522 ; D. Chemin-Bompen, *Un règlement européen sur les agences de notation de crédit*, RLDA, janv. 2010, p. 37, n° 45 ; Th. Bonneau, RDBF, 2012, comm. 2, p. 90.

¹⁰⁴³ Règlement (CE) n° 1060/2009, préc., art. 14, imposant une obligation d'enregistrement pour toutes les agences de notation ayant la qualité de personnes morales et établies dans la Communauté. Pour tenir compte du caractère international de l'activité des agences de notation, les notations émises dans des pays tiers peuvent bénéficier d'une procédure d'aval (art. 4, parag. 2 et s.) ou de certification (art. 5).

¹⁰⁴⁴ Règlement (CE) n° 1060/2009, préc., art. 23 et s.

¹⁰⁴⁵ Il s'agit des établissements de crédit, entreprises d'investissement, entreprises d'assurance, institutions de retraite professionnelle, sociétés de gestion, sociétés d'investissement, gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et contreparties centrales, selon la dernière rédaction du règlement.

¹⁰⁴⁶ Règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, JOUE du 31 mai 2011, L 145/30. V. notamment Th. Bonneau, *Coup de projecteur sur les agences de notation*, JCP E, n° 46, 17 nov. 2011, act. 601.

En dernier lieu, le règlement n° 462/2013 du 21 mai 2013¹⁰⁴⁷ est venu à nouveau renforcer le cadre réglementaire. Un nouvel objectif, particulièrement mis en exergue, consiste à réduire la dépendance, jugée excessive, des investisseurs à l'égard des notations de crédit¹⁰⁴⁸. Le considérant 9 énonce ainsi : « *il convient de réduire la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit et tous les effets automatiques découlant des notations de crédit devraient être progressivement éliminés. Les établissements de crédit et les entreprises d'investissement devraient être encouragés à mettre en place des procédures internes afin d'évaluer eux-mêmes les risques liés au crédit et encourager eux-mêmes les investisseurs à exercer une vigilance appropriée. Dans ce cadre, le présent règlement prévoit que les institutions financières ne devraient pas recourir exclusivement ou mécaniquement aux notations de crédit. Par conséquent, ces établissements devraient éviter de passer des contrats dans lesquels ils recourent de façon exclusive ou mécanique aux notations de crédit et devraient éviter d'utiliser celles-ci dans des contrats comme unique paramètre pour évaluer la qualité de crédit des investissements ou pour décider d'investir dans un instrument financier ou de le céder* »¹⁰⁴⁹. Trois mesures sont dès lors adoptées : en premier lieu, les investisseurs institutionnels doivent procéder à leur propre évaluation du risque de crédit plutôt que de recourir de manière exclusive ou mécanique à des notations externes¹⁰⁵⁰ ; en deuxième lieu,

¹⁰⁴⁷ Règlement (UE) n° 462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, JOUE du 31 mai 2013, L 146/1. V. notamment A.-C. Muller, *Révision du règlement (CE) n° 1060/2009*, RDBF, mai 2013, n° 3, comm. 116 ; A. Defossez, *Nouvelle réglementation relative aux agences de notation*, RTD eur., 2014, p. 264 ; Y. Broussolle, *Les principales dispositions du règlement n° 4462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit*, Bull. Joly Bourse, 2013, n° 10, p. 477 ; Th. Bonneau, *Agence de notation, Renforcement du dispositif*, RDBF, mars-avr. 2012, comm. n° 72 ; K. Sergakis, *Agences de notation et droit européen : renforcement du cadre réglementaire*, RISF, 2014/1, p. 92. Sur l'évolution de la réglementation européenne en général, v. C. Lequesne-Roth et A. Van Waeyenberge, *La réglementation européenne : de la négligence à l'impuissance ?*, in *Les agences de notation financière : entre marchés et Etats*, préc., p. 111.

¹⁰⁴⁸ V. également la directive 2013/14/UE du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant la directive 2003/41/CE concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), et la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs en ce qui concerne la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit, JOUE du 31 mai 2013, L 145/1. Ces directives visent à instaurer le principe d'une moindre dépendance à l'égard des notations externes dans la législation sectorielle relative aux OPCVM, aux fonds d'investissement alternatifs et aux institutions de retraite.

¹⁰⁴⁹ V. également règlement (UE) n° 462/2013, consid. 4 : « *les agences de notation de crédit devraient sensibiliser les investisseurs aux données relatives à la probabilité de défaut des notations de crédit et des perspectives de notation qui se fondent sur la performance passée, telles qu'elles ont été publiées dans le registre central créé par l'AEMF* ».

¹⁰⁵⁰ Règlement (CE) n° 1060/2009, préc., art. 5 bis al. 1, issu du règlement (UE) n° 462/2013. Selon l'alinéa 2 du même article, les autorités compétentes sectorielles chargées de la surveillance de ces investisseurs doivent surveiller l'adéquation de leur processus d'évaluation du risque de crédit, évaluer le recours à des références

les autorités européennes de surveillance ainsi que le Comité européen du risque systémique devront, eux aussi, éviter les références aux notations externes et réexaminer les recommandations existantes afin d’y supprimer les références aux notations de crédit lorsque celles-ci sont susceptibles d’entraîner un recours exclusif ou mécanique auxdites notations ; en troisième lieu, la Commission doit mener un travail de réexamen de l’ensemble des références aux notations, susceptibles d’entraîner un recours exclusif et mécanique, dans le droit de l’Union, en vue de supprimer au plus tard le 1^{er} janvier 2020 toutes les références aux notations dans le droit de l’Union à des fins réglementaires, sous réserve d’avoir identifié et mis en œuvre des solutions alternatives à l’évaluation du risque de crédit appropriées. Par ailleurs, le nouveau règlement élargit son champ d’application aux perspectives de notation¹⁰⁵¹, renforce l’indépendance des agences de notation vis-à-vis des actionnaires au regard des conflits d’intérêts inhérents au modèle « *émetteur-payeur* », ainsi que les exigences méthodologiques en matière d’instruments financiers structurés. Enfin, il encadre, à la suite de la crise de la dette au cours de laquelle les agences ont dégradé brutalement la notation de certains pays renchérissant le coût de leur dette et mettant en danger l’ensemble de la zone euro, la notation des dettes souveraines des Etats membres de l’Union, et adopte des mesures relatives à la responsabilité civile des agences de notation.

- 456 - **La responsabilité civile des agences de notation.** Aux termes de cette profonde évolution de la réglementation européenne, les agences de notation se voient désormais soumises à un arsenal d’obligations, bien plus exigeant, complet et détaillé. Il n’en reste pas moins que ces obligations, résultant de la nature particulière des opinions qu’elles délivrent, sont essentiellement organisées autour de deux objectifs : d’une part, un objectif de qualité dans l’élaboration de la notation, qui comprend notamment une exigence d’objectivité, par la prévention des conflits d’intérêts¹⁰⁵², et une exigence de méthodologie¹⁰⁵³ ; et d’autre part, un objectif de loyauté dans la présentation de la notation¹⁰⁵⁴.

contractuelles aux notations de crédit et, le cas échéant, les encourager à réduire le recours exclusif et mécanique aux notations de crédit.

¹⁰⁵¹ V. règlement (UE) n° 462/2013, préc., consid. 7, au motif que l’importance des perspectives de notation pour les investisseurs et les émetteurs et leurs effets sur les marchés sont comparables à l’importance et aux effets des notations de crédit elles-mêmes. La définition des perspectives de notation englobe les avis émis concernant les évolutions probables à court terme d’une notation de crédit, communément appelées des « *mises sous surveillance* » (« *credit watches* » en anglais).

¹⁰⁵² La réglementation européenne prévoit des mesures très détaillées en vue de garantir l’indépendance intellectuelle des agences de notation par la prévention des conflits d’intérêts. L’article 6 paragraphe 1 du

L'ensemble de ces obligations, qui pour l'essentiel vaut également pour les analystes financiers¹⁰⁵⁵, est ainsi de nature à engager la responsabilité civile des intermédiaires informationnels publics. Dans les faits, la volonté d'une plus grande mise en cause de la responsabilité civile se manifeste surtout à propos des agences de notation¹⁰⁵⁶, qui ont été tenues pour partiellement responsables de la récente crise financière. L'on voit ainsi apparaître, au sein des différents systèmes juridiques, des aménagements de la législation en ce sens. Ce mouvement nous laisse toutefois sceptique. D'une part, à l'examen, cette volonté apparaît bien plus prétendue que réelle (A). D'autre part et surtout, des raisons, tenant aux objectifs du droit financier, militent à notre sens pour le maintien au sein du droit commun (B).

A - La prétendue volonté de développer la responsabilité civile

457 - **Absence de réelle volonté de développer la responsabilité civile.** Si l'encadrement des agences de notation a débuté plus tôt aux Etats-Unis qu'au sein de l'Union européenne¹⁰⁵⁷, une forte volonté de renforcer la mise en cause de leur responsabilité civile s'est manifestée,

règlement n° 1060/2009, tel que modifié par le règlement (UE) n° 462/2013, prévoit de manière générale qu'« une agence de notation de crédit prend toute mesure nécessaire pour garantir que l'émission d'une notation de crédit ou d'une perspective de notation 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 ou cette perspective de notation, ses actionnaires, dirigeants, analystes de notation, salariés ou 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 ». L'annexe I détaille les mesures exigées pour assurer à la fois l'indépendance organisationnelle, opérationnelle et économique des agences.

¹⁰⁵³ Parce qu'elle constitue une opinion, la méthodologie selon laquelle la notation est établie revêt une importance particulière. Le règlement n° 1060/2009 a ainsi été particulièrement sensible à ce point et y a consacré, en son article 8, toute une série d'obligations. Les agences de notation doivent utiliser des méthodes de notation rigoureuses, systématiques, sans discontinuité et pouvant être validées sur la base de données historiques, y compris des contrôles *a posteriori*. Elles doivent notamment veiller à ce que les notations et perspectives de notation soient fondées sur une analyse approfondie de toutes les informations dont elles disposent et qui sont pertinentes pour leur analyse au regard de leurs méthodes de notation, et à ce que ces informations soient d'une qualité suffisante et proviennent de sources fiables ; elles doivent par ailleurs préciser que la notation de crédit représente leur avis et qu'il convient de ne s'appuyer sur celle-ci que dans une mesure limitée.

¹⁰⁵⁴ Si la réglementation relative aux agences de notation ne fait pas expressément référence à un principe de loyauté qui gouvernerait la présentation de la notation, un tel principe découle en fait des obligations qu'elle prévoit. Les agences de notation sont ainsi tenues à des règles générales de présentation et, plus précisément, à la publication de la méthodologie utilisée et à la divulgation des conflits d'intérêts.

¹⁰⁵⁵ Cf. *infra*.

¹⁰⁵⁶ Cette étude est limitée aux agences de notation financière. Sur la responsabilité des agences de notation extra-financière en matière d'investissement socialement responsable (c'est-à-dire prenant en compte les préoccupations sociales et environnementales), v. Th. Granier, *L'absence de responsabilité des agences de notation extra-financière ?*, Bull. Joly Bourse, 2014, n° 9, p. 448.

¹⁰⁵⁷ Cf. *infra*.

dans chacun de ces systèmes juridiques, à la suite de la crise de 2007-2008, au cours de laquelle elles ont été particulièrement montrées du doigt. Pourtant, à bien y regarder, les dispositions prises restent largement insuffisantes au regard de cet objectif, si bien que la volonté affichée reste plus prétendue que réelle aussi bien en droit européen (1) et en droit français (2), qu'en droit américain (3).

1 - En droit européen

458 - **Droit européen.** Le droit européen a récemment introduit un régime de responsabilité civile relatif aux agences de notation (a), mais il ne consiste pour l'essentiel qu'en l'affirmation formelle d'un principe de responsabilité (b).

a - L'introduction d'un régime de responsabilité civile

459 - **Processus d'élaboration du nouveau régime.** Si le règlement n° 1060/2009 a instauré une responsabilité administrative des agences de notation, il n'a pas prévu de régime de responsabilité civile, se contentant de renvoyer au droit national en précisant, en son considérant 69, 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 telle disposition est toutefois rapidement apparue insuffisante aux yeux des autorités européennes. La Commission européenne a notamment mis en évidence que la possibilité d'agir en responsabilité civile variait fortement selon que les victimes potentielles étaient liées ou non à l'agence par une relation contractuelle. Elle a ainsi fait valoir que, si les premières - les émetteurs et les investisseurs abonnés au service de notation fourni par l'agence - pouvaient généralement bénéficier, au titre de leurs préjudices éventuels, de la mise en œuvre de la responsabilité contractuelle, la situation était beaucoup plus incertaine pour les secondes - les investisseurs utilisant gratuitement les notations publiquement diffusées -, étant donné que leur possibilité d'agir en responsabilité délictuelle

était généralement assez faible et extrêmement variable selon les Etats membres¹⁰⁵⁸. Elle a donc suggéré, dans le cadre d'une consultation, que la mise en place d'un régime de responsabilité civile des agences de notation au bénéfice des investisseurs soit imposée à l'échelle européenne dans le triple objectif de leur assurer une protection efficace, d'éviter le *forum shopping* de la part des agences, et de discipliner celles-ci¹⁰⁵⁹.

Les agences de notation ont, pour la plupart, protesté vigoureusement. En substance, elles ont fait valoir que la mise en place d'un régime de responsabilité civile à leur encontre était dangereuse au regard de la nature des notations qu'elles émettaient ; celles-ci ne constituant que des opinions prédictives, c'est-à-dire susceptibles de changement, et diffusées à l'ensemble du public, elles redoutaient en effet une exposition illimitée de leur responsabilité à chaque modification de la notation. Elles ajoutaient que le risque d'engagement d'un contentieux était susceptible de les amener à émettre des notes reflétant davantage le sentiment du marché que leurs propres opinions, et de réduire leur indépendance vis-à-vis des émetteurs. Elles menaçaient enfin de limiter leur activité aux produits les moins risqués, voire de ne plus diffuser leurs notations dans le public pour les réserver à leurs abonnés¹⁰⁶⁰. Leurs arguments n'ont toutefois pas convaincu la Commission européenne qui a introduit, dans sa proposition de règlement, un droit d'action au profit des seuls investisseurs, en cas de violation intentionnelle ou par négligence grave d'une des dispositions du règlement par l'agence¹⁰⁶¹.

460 - **Nouveau régime de responsabilité civile.** Le législateur européen a finalement opté, dans le cadre de la modification du règlement de 2009 par le règlement n° 462/2013, pour un champ d'application plus large du dispositif incluant également les émetteurs, au motif que, d'une part, ceux d'entre eux n'ayant pas sollicité de notation ne sont pas liés par une relation contractuelle avec l'agence et, d'autre part, qu'un manquement au règlement européen est, en tout état de cause, susceptible de ne pas être couvert par le champ contractuel¹⁰⁶². A été ainsi introduit un nouvel article 35 *bis* au règlement de 2009 instaurant un régime général de

¹⁰⁵⁸ Pour plus de détails, v. F. De Pascalis, *Civil Liability of Credit Rating Agencies From a European Perspective: Development and Contents of Art. 35(a) of Regulation (EU) No 462/2013*, University of Oslo Faculty of Law Legal Studies, Research Paper Series No. 2015-05, p. 12 et s.

¹⁰⁵⁹ V. European Commission, *Public Consultation on Credit Rating Agencies*, 5 nov. 2010, section 4, p. 24.

¹⁰⁶⁰ Pour plus de détails, v. F. De Pascalis, art. préc., p. 11 et 12.

¹⁰⁶¹ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, 15 nov. 2011, COM(2011) 747 final, 2011/0361 (COD), art. 35 *bis* parag. 1.

¹⁰⁶² V. règlement (UE) n° 462/2013, consid. 32.

responsabilité civile des agences de notation de crédit, applicable aussi bien aux émetteurs qu'aux investisseurs. Le paragraphe 1 dudit article institue notamment au profit de l'investisseur un droit à réparation du préjudice causé par la violation intentionnelle ou par négligence grave par l'agence des dispositions du règlement ayant eu une incidence sur une notation de crédit, dès lors qu'il établit qu'il s'est raisonnablement appuyé sur ladite notation, conformément à l'article 5 *bis*, paragraphe 1 du règlement¹⁰⁶³, ou autrement en faisant preuve de toute la diligence requise pour décider d'investir dans l'instrument financier couvert par cette notation de crédit, de le détenir ou de le céder. Le paragraphe 3 ajoute, par ailleurs, que toute exclusion de la responsabilité de l'agence est prohibée et que toute limitation *a priori* n'est possible qu'à condition d'être raisonnable, proportionnée et autorisée par le droit national applicable¹⁰⁶⁴. Le paragraphe 5 précise enfin que cette nouvelle disposition n'exclut pas d'autres actions en responsabilité civile conformément au droit national ; les Etats membres doivent notamment avoir la possibilité de maintenir les régimes nationaux de responsabilité civile plus favorables aux victimes ou qui ne sont pas fondés sur une violation du règlement européen¹⁰⁶⁵. Le nouvel article 35 *bis* est devenu directement applicable dans l'ensemble des Etats membres en juin 2013¹⁰⁶⁶.

¹⁰⁶³ Pour rappel, le nouvel article 5 *bis*, introduit par le règlement n° 462/2013, vise à limiter la dépendance des institutions financières à l'égard des notations de crédit. En son alinéa 1^{er} notamment, il les soumet à une obligation d'évaluation des risques de crédit : « *les entités visées à l'article 4, paragraphe 1, premier alinéa, évaluent elles-mêmes les risques de crédit et ne recourent pas exclusivement ou mécaniquement à des notations de crédit pour évaluer la qualité de crédit d'une entité ou d'un instrument financier* ». Ces entités couvrent l'ensemble des investisseurs institutionnels (établissements de crédit, entreprises d'investissement, entreprises d'assurance, institutions de retraite professionnelle, sociétés de gestion, sociétés d'investissement, gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et contreparties centrales).

¹⁰⁶⁴ Notons qu'initialement la Commission avait proposé d'interdire toute exclusion mais également toute limitation de la responsabilité (Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, 15 nov. 2011, préc., art. 35 *bis* parag. 5). Au vrai, en droit français, cette disposition est principalement applicable dans le cadre de la relation contractuelle qui lie l'agence et l'entité notée, selon le modèle « *émetteur-payeur* », ou bien l'investisseur abonné. Selon l'article 35 *bis* nouveau, l'émetteur peut en effet demander réparation de son préjudice dans les mêmes conditions que l'investisseur « *dès lors qu'il établit que son instrument ou ses instruments financiers sont couverts par cette notation de crédit et que l'infraction n'a pas été causée par des informations trompeuses et inexactes fournies par l'émetteur à l'agence de notation de crédit, directement ou par l'intermédiaire d'informations accessibles au public* » (parag. 1 al. 3). L'émetteur dont la note, et donc la perception de la solvabilité, est abaissée à tort peut en effet subir un préjudice lié à la dégradation de son image et de son attractivité, au renchérissement général du coût du crédit qui en résulte, et au déclenchement d'une clause prévoyant, dans le cadre d'un contrat de prêt, un remboursement anticipé, l'augmentation du taux d'intérêt ou l'exigence de nouvelles garanties en cas de dégradation de la note (« *rating trigger clause* »). Remarquons toutefois que la disposition du règlement relative aux clauses limitatives ou exclusives de responsabilité pourrait également trouver à s'appliquer aux investisseurs non abonnés dans les systèmes juridiques qui, à l'inverse du droit français, admettent l'aménagement de la responsabilité civile délictuelle.

¹⁰⁶⁵ V. règlement (UE) n° 462/2013, consid. 35.

¹⁰⁶⁶ V. règlement (UE) n° 462/2013, art. 2, indiquant que le règlement entre en vigueur, hormis pour certaines dispositions, le vingtième jour suivant celui de sa publication au Journal officiel de l'Union européenne. Cette publication a eu lieu en date du 31 mai 2013.

On relèvera à cet égard le caractère restrictif de ce nouveau régime au regard de la nature du préjudice réparable. Le législateur européen n'envisage en effet qu'un préjudice d'altération de la décision, à l'exclusion de tout préjudice d'altération du cours, ce qui montre que dans son esprit une notation fautive vient avant tout modifier le processus décisionnel de l'investisseur, comme le confirme d'ailleurs le début du considérant 32 du règlement n° 462/2013 : « *les notations de crédit, qu'elles soient émises à des fins réglementaires ou non, influent de manière significative sur les décisions d'investissement (...)* ». Certes, le règlement n'interdit pas qu'un préjudice d'altération de cours puisse être réparé, mais ce n'est qu'à la condition que le droit national le permette conformément au paragraphe 5 précité : le règlement n'oblige les Etats membres à rien sur ce point. En outre, au sein même des préjudices d'altération de la décision, le législateur n'appréhende que les cas où le manquement de l'agence a eu une incidence sur la notation. Or, il se peut que, lorsqu'une agence manque de loyauté dans la présentation de la note ou de transparence (par exemple, quant à sa méthodologie), elle modifie le processus décisionnel de l'investisseur, sans pourtant qu'un impact sur la notation n'ait eu lieu. Là encore, seul le recours au droit national pourrait permettre à l'investisseur d'agir.

b - L'affirmation formelle d'un principe de responsabilité

461 - **Affirmation formelle d'un principe de responsabilité.** En dépit des ambitions proclamées, l'examen du nouveau dispositif européen de responsabilité civile relève plus de l'affirmation formelle d'un principe de responsabilité que de l'instauration d'un véritable régime spécial. Cela ressort aussi bien de l'absence d'allègement de la charge probatoire (i) que de la faiblesse de l'harmonisation opérée (ii).

i - Absence d'allègement de la charge probatoire

462 - **Absence d'allègement de la charge probatoire.** Le constat s'impose d'emblée à la lecture du nouvel article 35 *bis* : la charge probatoire s'avère particulièrement lourde pour l'investisseur qui voudrait agir en responsabilité à l'encontre une agence. Celui-ci devra effet rapporter la preuve des trois éléments suivants : d'abord, une faute qualifiée de l'agence, en ce

qu'elle ne peut résulter que d'un manquement au règlement par intention ou par négligence grave¹⁰⁶⁷ ; ensuite, un double lien de causalité consistant, à la fois, dans l'effet de la faute sur la notation¹⁰⁶⁸ et dans l'effet – qui doit être raisonnable – de la notation sur la décision d'investissement ; et enfin, son préjudice. Le régime vient ainsi renforcer le fardeau probatoire, pourtant par nature déjà particulièrement lourd, de l'investisseur davantage qu'il ne l'allège. Et ce d'autant que selon le paragraphe 2, alinéa 1, l'investisseur est tenu d'apporter « *des informations précises et circonstanciées* » sur la faute commise et sur son incidence sur la notation. Seule concession faite sur ce point, à l'alinéa 2 du même paragraphe, par le législateur : il appartiendra à la juridiction nationale compétente d'apprécier le caractère précis et circonstancié desdites informations, compte tenu du fait que l'investisseur peut « *ne pas avoir accès à des informations qui demeurent purement dans la sphère de l'agence de notation de crédit* ». Toutefois, la signification de cet allègement n'étant pas précisée, elle dépendra en définitive de l'appréciation qui en sera faite par les juridictions nationales.

En outre, cet allègement probatoire apparaît d'autant plus décevant que, dans sa proposition de règlement en date du 15 novembre 2011, la Commission européenne s'était initialement montrée bien plus ambitieuse, en prévoyant un renversement partiel de la charge de la preuve, au bénéfice de l'investisseur, relativement à la violation du règlement et à son impact sur la notation. Il était ainsi prévu que « *dès lors qu'un investisseur établit des faits dont on peut inférer qu'une agence de notation de crédit a commis l'une des infractions énumérées à*

¹⁰⁶⁷ Le standard retenu pour la faute de l'agence est donc assez élevé, puisqu'il s'agit au moins d'une négligence grave. Le législateur européen estime ce degré de faute approprié du fait de la complexité intrinsèque du processus de notation et du caractère potentiellement illimité de la responsabilité encourue par les agences de notation. V. règlement (UE) n° 462/2013, consid. 33 : « *il devrait être possible de tenir les agences de notation de crédit pour responsables si elles enfreignent de manière intentionnelle ou par négligence grave, les obligations que leur impose le règlement (CE) n° 1060/2009. Ce degré de faute est approprié parce que l'activité de notation de crédit, implique, dans une certaine mesure, d'évaluer des facteurs économiques complexes et que des méthodes différentes peuvent donner des résultats différents en matière de notation sans qu'aucun ne puisse être considéré comme inexact. En outre, il n'est approprié d'exposer les agences de notation de crédit à une responsabilité potentiellement illimitée que lorsqu'elles enfreignent le règlement (CE) n° 1060/2009 de manière intentionnelle ou par négligence grave* ».

¹⁰⁶⁸ L'on notera que dans la consultation initiale précédant sa proposition de règlement, la Commission avait envisagé la mise en cause de la responsabilité civile pour tout préjudice causé par une « *notation incorrecte* » (« *incorrect rating* »). V. *European Commission, Public Consultation on Credit Rating Agencies*, 5 nov. 2010, section 4, p. 24. Les agences de notation s'y sont opposées en faisant valoir que leurs notations ne constituaient que des opinions prédictives sur la solvabilité et étaient donc susceptibles de varier au cours du temps, sans que cela signifie pour autant que la notation précédemment émise était incorrecte, et qu'elles craignaient par voie de conséquence que leur responsabilité civile puisse être mise en cause à chaque modification de la notation. L'argument a convaincu les autorités européennes qui ont renoncé au terme de « *notation incorrecte* ». Pour plus de détails sur ce point, v. F. De Pascalis, art. préc., p. 17.

l'annexe III, il revient à l'agence de notation de crédit de prouver qu'elle n'a pas commis l'infraction ou que celle-ci n'a pas eu d'incidence sur la notation de crédit émise »¹⁰⁶⁹. En d'autres termes, c'est sur l'agence que reposait la charge de prouver qu'elle n'avait commis aucune infraction ou bien que celle-ci n'avait eu aucun impact sur la notation émise dès que l'investisseur était en mesure d'en apporter une première justification ; une présomption de faute et de causalité était donc en quelque sorte posée. La Commission justifiait ce renversement probatoire par la nécessité d'effectivité du droit de recours : « *il est important d'assurer aux investisseurs un droit de recours effectif contre les agences de notation. Les investisseurs n'ayant pas une connaissance approfondie des procédures internes des agences de notation de crédit, un renversement partiel de la charge de la preuve de l'existence d'une infraction et de son impact sur la note finale semble indiqué dès lors que l'investisseur a raisonnablement argumenté en faveur de l'existence d'une telle infraction* »¹⁰⁷⁰. Elle n'envisageait pas, toutefois, d'aller plus loin, puisqu'elle ajoutait : « *en revanche, dans la mesure où l'existence d'un préjudice et le rapport de cause à effet entre l'infraction et le préjudice relèvent plutôt de la sphère de l'investisseur, la charge de la preuve devrait en incomber entièrement à ce dernier* »¹⁰⁷¹ ; toute présomption d'altération de la décision ou de préjudice était ainsi exclue. Le renversement partiel de la charge probatoire, s'il n'était pas négligeable, restait ainsi assez limité. Pourtant, face à l'opposition des agences de notation, il n'a pas été maintenu dans la version finalement retenue par le Parlement européen et le Conseil.

Qu'en est-il alors concrètement de la possibilité des investisseurs d'agir en responsabilité civile contre les agences de notation après l'adoption du règlement européen ? S'agissant d'abord des investisseurs institutionnels, qui dominant largement le marché de la dette et sont donc les plus susceptibles d'engager une action en responsabilité civile contre les agences, il faut bien constater que le nouveau dispositif leur complique considérablement la tâche. L'article 35 *bis* leur demande en effet d'établir qu'ils se sont raisonnablement appuyés sur une notation de crédit conformément à l'article 5 *bis*, qui les soumet à une obligation d'évaluation et leur interdit de recourir exclusivement et mécaniquement aux notations. Or, cette obligation

¹⁰⁶⁹ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, 15 nov. 2011, préc., art. 35 *bis*, parag. 4.

¹⁰⁷⁰ *Ibid.*, consid. 26.

¹⁰⁷¹ *Ibid.*

d'évaluation vient singulièrement affaiblir leur situation, aussi bien du point de vue de la preuve que du *quantum* de l'indemnisation. D'une part, d'un point de vue probatoire, ils devront justifier que leur évaluation correspond bien à la notation délivrée par l'agence – à défaut, il aurait été déraisonnable de leur part de s'appuyer sur celle-ci. Cela va, toutefois, du même coup fragiliser leur position au regard de la preuve de la faute commise par l'agence et, en particulier, de son impact sur la notation. En effet, si par leur propre analyse, des investisseurs institutionnels sont parvenus à une conclusion allant dans le même sens que la notation, l'on peut alors douter que l'agence ait commis une faute dans son processus de notation et, surtout, que cette faute ait eu un quelconque impact sur ladite notation. D'autre part, quand bien même ils parviennent à établir la preuve de la faute de l'agence et de son impact, il leur est plus difficile de rapporter qu'ils se sont « *raisonnablement appuyés* » sur la notation, étant donné qu'elle n'est venue de fait que conforter le résultat de leurs propres investigations. Plus encore, si l'on doute de la qualité de l'évaluation menée personnellement par l'investisseur institutionnel, étant donné qu'il est parvenu aux mêmes conclusions erronées que celles de l'agence, il pourrait être procédé à un partage de responsabilité, en raison de la faute de la victime.

S'agissant ensuite des investisseurs individuels, s'ils ne sont pas tenus de conduire leur propre évaluation du risque, leur situation ne sera pas non plus évidente, étant donné qu'ils doivent également prouver qu'ils se sont « *raisonnablement appuyés sur la notation* ». En effet, s'il existe d'autres informations publiques disponibles sur les titres : soit elles ne vont pas dans le même sens que la notation externe, et l'on peut ainsi estimer qu'ils n'ont pas agi raisonnablement en s'appuyant sur la notation ; soit elles vont dans le même sens, et l'on peut alors considérer qu'ils ont été influencés par la notation, mais également par ces informations, et donc conclure à une causalité partielle et à une réduction corrélative de l'indemnisation. S'il n'existe, en revanche, pas d'autres informations disponibles sur le titre, notamment en matière de produits structurés, l'on pourra éventuellement se demander s'il est bien raisonnable pour un investisseur individuel d'acheter un titre, dont il n'est pas en mesure d'appréhender la complexité, sur la seule foi d'une opinion délivrée par une agence de notation.

L'on notera d'ailleurs le caractère partiellement incohérent du législateur européen. On voit mal en effet comment concilier l'exigence probatoire selon laquelle les investisseurs se sont appuyés « *raisonnablement* » sur la notation et celle d'une appréciation souple du lien de

causalité, posée au considérant 36 : « *le fait que les investisseurs institutionnels, y compris les gestionnaires de placement, soient tenus d'évaluer eux-mêmes la qualité de crédit d'actifs ne saurait empêcher une juridiction de constater qu'une infraction au règlement (CE) n° 1060/2009 commise par une agence de notation de crédit a causé à un investisseur un préjudice dont cette agence de notation doit répondre. Le présent règlement améliorera certes la capacité des investisseurs à évaluer eux-mêmes les risques, mais leur accès à l'information restera plus limité que celui des agences de crédit elles-mêmes. De surcroît, les petits investisseurs, plus particulièrement, peuvent être dans l'incapacité de réexaminer de façon critique les notations de crédit émanant d'agences de notation* ». Le législateur européen se garde bien d'indiquer plus précisément aux tribunaux nationaux comment appliquer ces injonctions quelque peu contradictoires.

En définitive, malgré l'ambition affichée de renforcer la responsabilité civile des agences de notation, force est de constater que, le législateur européen n'a quasiment rien fait qui puisse alléger les obstacles probatoires quasi insurmontables auxquels l'investisseur doit faire face¹⁰⁷². Certes, le nouveau dispositif a le mérite de confirmer que l'invocation de la liberté d'expression ne peut soustraire les agences de notation à toute responsabilité¹⁰⁷³, et d'obliger l'ensemble des Etats membres, dont la plupart fonctionnent selon un système de relativité aquilienne et non selon un principe général de responsabilité pour faute comme en droit français, à admettre un droit d'action à leur encontre. Il s'agit toutefois plus de l'affirmation formelle d'un principe de responsabilité que de l'instauration d'un véritable régime spécial au bénéfice des victimes. Il en résulte qu'à défaut d'initiative nationale forte, l'objectif proclamé par le législateur européen devrait rester lettre morte¹⁰⁷⁴. Pourtant, on aurait pu s'attendre,

¹⁰⁷² V. T.M.J. Möllers & C. Niedorf, *Regulation and Liability of Credit Rating Agencies – A More Efficient European Law*, *ECFR*, 3/2014, p. 333, spéc. p. 348, constatant l'inefficacité du nouveau régime, faute de renversement de la charge de la preuve. Ces auteurs font également référence à une affaire dans laquelle un investisseur a engagé une action contre Standard and Poor's devant les juridictions allemandes pour ne pas avoir conduit correctement son processus de notation concernant la banque Lehman Brothers, dont la note de A+ n'a été dégradée par cette agence que trois jours avant sa faillite en septembre 2008. Ayant acquis des certificats émis par cette banque, cet investisseur demande l'indemnisation de leur valeur d'achat. L'affaire est toujours pendante. V. *ibid.*, p. 351.

¹⁰⁷³ Cf. *infra*.

¹⁰⁷⁴ A. Hublet, art. préc., p. 57 : « *nous pouvons prévoir que cette nouvelle responsabilité spécifique risque de décevoir beaucoup de plaignants. En effet, la charge de la preuve de la faute et du lien causal reste extrêmement difficile à rapporter* ».

comme en droit de la concurrence¹⁰⁷⁵, à un plus grand volontarisme de la part du législateur européen, qui aurait été justifié par le caractère transnational de l'activité des agences de notation. La faiblesse de l'harmonisation opérée confirme également l'absence de volonté d'aller au-delà de l'affirmation d'un principe formel de responsabilité.

ii - Faiblesse de l'harmonisation

463 - **Faiblesse de l'harmonisation. Importance du renvoi au droit national.** Outre cette absence d'allègement probatoire, il faut également constater la faiblesse de l'harmonisation opérée. Comme il l'a indiqué au considérant 35 du règlement n° 462/2013, le législateur européen a préféré renvoyer au droit national, applicable en fonction des règles du droit international privé, un certain nombre de questions relatives au régime de responsabilité civile : « *les questions de responsabilité civile qui concernent les agences de notation de crédit, qui ne sont pas couvertes ou définies par le présent règlement, y compris la causalité et la notion de négligence grave, devraient être régies par le droit national applicable déterminé selon les règles pertinentes du droit international privé* ». Il en va ainsi notamment de l'interprétation des termes de « *préjudice* », « *intention* », « *négligence grave* », « *raisonnablement appuyé* », « *diligence requise* », « *incidence* », « *raisonnable* » et « *proportionné* »¹⁰⁷⁶.

Certes, il n'est pas évident pour le législateur européen de donner une définition uniforme de notions propres à la responsabilité civile alors que celle-ci, faute d'harmonisation, continue de relever des droits nationaux. La Commission avait, par exemple, suggéré de définir la notion de négligence grave de la façon suivante : « *une agence de notation commet une négligence grave si elle omet sérieusement de s'acquitter des obligations qui lui incombent en vertu du présent règlement* »¹⁰⁷⁷ ; cette proposition a finalement été abandonnée, faute de pouvoir définir plus précisément l'adverbe « *sérieusement* » et compte tenu des divergences

¹⁰⁷⁵ V. directive 2014/104/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 relative à certaines règles régissant les actions en dommages et intérêts en droit interne pour les infractions aux dispositions du droit de la concurrence des Etats membres et de l'Union européenne, préc. Cf. *supra*, en introduction.

¹⁰⁷⁶ Règlement (UE) n° 462/2013, art. 35 *bis* parag. 4.

¹⁰⁷⁷ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, 15 nov. 2011, préc., art. 35 *bis* parag. 3.

d'interprétation de la notion de « *négligence grave* » dans les différents Etats membres¹⁰⁷⁸. L'on observera toutefois que, dans la directive sur les produits défectueux de 1985, le législateur européen n'a pas hésité à donner un sens autonome à de nombreux termes propres à la responsabilité civile¹⁰⁷⁹. En outre, si le renvoi au droit national n'a en soi rien d'exceptionnel, c'est son ampleur qui surprend ici, dans la mesure où il concerne les termes qui sont au cœur même du nouveau dispositif. Il en résulte que son application concrète dans les divers Etats membres dépendra de l'interprétation qui leur en sera donnée, de sorte que l'uniformisation, en principe recherchée par le recours à l'instrument réglementaire, est loin d'être acquise¹⁰⁸⁰. Ainsi, le Royaume-Uni a, peu après l'entrée en vigueur du nouveau règlement, adopté un texte pour en définir les principaux termes¹⁰⁸¹, et les autres Etats s'en sont généralement remis au sens que ceux-ci revêtent habituellement dans leur droit de la responsabilité civile¹⁰⁸². Le risque évidemment est celui d'un *forum shopping* de la part des agences de notation. La faiblesse de l'harmonisation, conjuguée à celle des nouvelles dispositions, fait douter encore plus de la volonté européenne de mettre en place un système véritablement effectif de responsabilité civile à l'encontre des agences de notation. Finalement, il s'agit plus, une fois encore, de donner l'impression d'agir que d'agir réellement¹⁰⁸³.

464 - **Observations de droit international privé.** Terminons par quelques remarques relatives au droit international privé, appelé à déterminer, selon le règlement, aussi bien la loi applicable, à laquelle sont renvoyés les questions non couvertes et les termes non définis, que la juridiction compétente¹⁰⁸⁴. Naturellement, ce sont, d'une part, les règlements Rome I et Rome II, et, d'autre part, le règlement Bruxelles I *bis*¹⁰⁸⁵ qui devraient respectivement déterminer la loi

¹⁰⁷⁸ V. notamment F. de Pascalis, art. préc., p. 17 et 18.

¹⁰⁷⁹ V. directive du Conseil 85/374/CEE du 25 juillet 1985 relative au rapprochement des dispositions législatives, réglementaires et administratives des Etats membres en matière de responsabilité du fait des produits défectueux, JOCE du 7 août 1985, n° L 210/29.

¹⁰⁸⁰ V. ainsi M. Lehmann, *Civil Liability of Rating Agencies: An Insidious Sprout from Brussels*, *LES Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*, p. 18 et s.

¹⁰⁸¹ *Credit Rating Agencies (Civil Liability) Regulations 2013*, *Statutory Instruments, 2013 No. 1637*, 25 juill. 2013.

¹⁰⁸² M. Lehmann, art. préc., p. 20.

¹⁰⁸³ V. les appréciations très sévères à cet égard de M. Lehmann, art. préc., p. 21 et 22.

¹⁰⁸⁴ Règlement (UE) n° 462/2013, art. 35 *bis* parag. 4 *in fine*. V., pour une étude générale, M. Audit, *Aspects internationaux de la responsabilité des agences de notation*, *Rev. crit. DIP*, 2011, p. 581.

¹⁰⁸⁵ Règlement (UE) n° 1215/2012 du Parlement européen et du conseil du 12 décembre 2012 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale, dit « *règlement Bruxelles I bis* », entré en vigueur le 10 janvier 2015 et ayant abrogé le règlement (CE) n° 44/2001

applicable et la juridiction compétente à l'échelle européenne. S'agissant des investisseurs, c'est plus spécialement le règlement Rome II qui, du fait de la nature délictuelle de la responsabilité, trouvera à s'appliquer. On se rappelle qu'en vertu de son article 4, paragraphe 1, « *la loi applicable à une obligation non contractuelle résultant d'un fait dommageable est celle du pays où le dommage survient, quel que soit le pays où le fait générateur du dommage se produit et quels que soient le ou les pays dans lesquels des conséquences indirectes de ce fait surviennent* ».

Selon M. Matthias Lehmann, cet Etat n'est pas aisément identifiable en matière financière, s'agissant d'un préjudice économique subi dans le cadre de l'intervention d'intermédiaires financiers. Il estime que pour un investisseur¹⁰⁸⁶, le dommage consistant en une perte de valeur des titres objet de la notation, il survient dans l'Etat dans lequel est situé le compte bancaire à partir duquel ont été achetés les titres. Cette affirmation est toutefois susceptible de conduire à une dispersion totale de la loi applicable, étant donné que la notation concerne des titres achetés dans de nombreux pays. Une autre solution consisterait à appliquer la loi de l'Etat de cotation des titres ou bien celui dans lequel ils ont été achetés de gré à gré ; il estime toutefois que cette solution ne vaut que si l'investisseur a acheté directement les titres sur le marché, et non à travers un intermédiaire financier, ce qui est fort rare. Il propose enfin l'introduction, au sein du règlement Rome II, d'une règle spéciale applicable aux faits dommageables de nature financière¹⁰⁸⁷.

Cet auteur, enfin, met en évidence une difficulté fondamentale relativement à la portée extraterritoriale de l'article 35 *bis* du règlement n° 1060/2009. Il relève en effet qu'en vertu de

du Conseil du 22 décembre 2000 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale, dit « *règlement Bruxelles I* ».

¹⁰⁸⁶ Il écarte d'abord l'idée selon laquelle la loi applicable devrait être celle de la résidence habituelle de l'investisseur, en tant que « *centre de son patrimoine* », en rappelant que cette solution a été expressément écartée par l'arrêt CJCE, 10 juin 2004, aff. C-168/02, Rudolf Kronhofer c/ Marianne Maier et autres (H. Muir Watt, Rev. crit. DIP, 2005, p. 326 ; D., 2004, p. 1934, obs. P. Courbe et H. Chanteloup). Cet arrêt a en effet jugé que l'article 5, point 3 de la convention de Bruxelles de 1968 « *doit être interprété en ce sens que "lieu où le fait dommageable s'est produit" ne vise pas le lieu du domicile du demandeur où serait localisé "centre de son patrimoine", au seul motif qu'il y aurait subi un préjudice financier résultant de la perte d'éléments de son patrimoine intervenant et subie dans un autre Etat contractant* ». Or, d'une part, l'interprétation donnée par la Cour de justice aux dispositions de la convention de 1968 vaut également pour le règlement Bruxelles I qui l'a remplacée (v. CJUE, 18 juill. 2013, aff. C-147/12, ÖFAB, point 28) ; et, d'autre part, le règlement Rome II prévoit, en son considérant 7, que son champ d'application matériel et ses dispositions doivent être cohérents par rapport au règlement Bruxelles I. V. M. Lehmann, art. préc., p. 23.

¹⁰⁸⁷ V., pour plus de détails, M. Lehmann, *Proposition d'une règle spéciale dans le Règlement Rome II pour les délits financiers*, Rev. crit. DIP, 2012, p. 485. V. également, s'agissant plus précisément de la notation, M.-E. Ancel, *La portée dans l'espace de la notation*, in *La notation d'entreprises*, dir. G. Virassamy, L'Harmattan, 2010, spéc. p. 92.

l'article 2 paragraphe 1 dudit règlement, celui-ci ne s'applique qu'aux notations établies par des agences enregistrées dans l'Union européenne. Or, les trois grandes agences de notation mondiales, dont la société mère est généralement située aux Etats-Unis, ne disposent que de filiales enregistrées dans l'Union européenne, dont la fonction consiste essentiellement à avaliser les notations produites par la société mère américaine¹⁰⁸⁸ et dont les moyens financiers sont par conséquent très limités. Les trois grandes agences de notation pourraient ainsi échapper à toute responsabilité. M. Matthias Lehmann estime toutefois qu'une telle immunité serait contraire à la volonté expressément énoncée par le législateur européen d'offrir un droit effectif aux investisseurs lésés ainsi qu'à la procédure de certification qui permet de considérer, sous certaines conditions, les notations émises dans des pays tiers comme équivalentes à celles issues d'agences enregistrées¹⁰⁸⁹, dès lors que les agences bénéficiant de ce régime de certification ne seraient pas tenues à la même responsabilité civile. Il admet toutefois que la situation reste juridiquement incertaine¹⁰⁹⁰.

2 - En droit français

465 - **Considérations liminaires : l'enjeu limité de la liberté d'expression en droits français et européen.** Au regard de la responsabilité civile des agences de notation, la question de la liberté d'expression ne se pose pas, en France et dans l'Union européenne, dans les mêmes termes qu'aux Etats-Unis, où elle a pu leur assurer une quasi-immunité¹⁰⁹¹. D'une part, la loi du 29 juillet 1881, qui établit un régime juridique protecteur des activités de presse¹⁰⁹², ne s'applique pas aux agences de notation. Avant l'adoption de la réglementation européenne et

¹⁰⁸⁸ V. règlement (CE) n° 1060/2009, art. 4 parag. 5 et s., sur la procédure d'aval des notations émises dans un pays tiers.

¹⁰⁸⁹ Règlement (CE) n° 1060/2009, art. 5.

¹⁰⁹⁰ M. Lehmann, art. préc., p. 24 et s.

¹⁰⁹¹ Cf. *infra*. V. également E. Wymeersch & M. Kruithof, *Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law, Working Paper Series 2006-05*, mars 2006, p. 26 et s., concluant qu'en droit belge, ni la liberté d'expression ni la liberté de la presse ne s'opposent à une mise en cause de la responsabilité civile d'une agence de notation fautive.

¹⁰⁹² La loi du 29 juillet 1881 reste, en droit français, le texte fondamental en matière de protection de la presse. D'inspiration libérale, elle vise plusieurs objectifs. Premièrement, mettre en place un régime répressif et non plus préventif, « *c'est-à-dire fondé sur une absence de contrôle préalable des publications et la seule répression a posteriori des infractions, prédéfinies par la loi pénale, que les écrits publiés pourraient contenir* » (P. Wachsmann, *Liberté d'expression*, JurisClasseur Libertés, fasc. 800, n° 38). Deuxièmement, limiter la liste des infractions pouvant s'appliquer en matière de presse (diffamation, injure, etc.). Troisièmement, instaurer des particularités procédurales visant à limiter les poursuites et sanctions contre les organes de presse.

française, la question était débattue au sein de la doctrine¹⁰⁹³. Depuis lors, le doute n'est plus permis. Premièrement, le règlement européen soumet les agences de notation à une obligation d'enregistrement auprès de l'AEMF qui, aux termes d'un examen de la demande, peut refuser l'enregistrement¹⁰⁹⁴ ; or, historiquement, l'un des apports majeurs de la loi du 29 juillet 1881, d'inspiration libérale et adoptée sous la Troisième République, est d'avoir supprimé tout contrôle préalable à l'établissement d'un organe de presse¹⁰⁹⁵. Deuxièmement, comme nous allons le voir, la loi de régulation bancaire et financière a soumis les agences de notation à un régime de responsabilité civile délictuelle classique¹⁰⁹⁶, ce qui cadre mal avec la position restrictive de la jurisprudence française qui écarte en bonne partie l'application de l'article 1382 du Code civil en matière de presse. L'argument est toutefois d'une moindre portée car il semble que dans son dernier état, la jurisprudence, particulièrement fluctuante en la matière, n'exclut l'application du droit commun que pour les infractions prévues par la loi de 1881, et non pour les autres fautes civiles¹⁰⁹⁷. Or, la loi de régulation bancaire et financière n'a prévu l'application de la responsabilité civile délictuelle que pour les manquements au règlement européen¹⁰⁹⁸. On peut tout de même penser que si le législateur français avait considéré que les agences de notation relevaient de la loi sur la presse, il aurait pris la peine de préciser que la disposition relative à leur responsabilité civile ne pouvait s'appliquer que dans le respect de celle-ci¹⁰⁹⁹.

¹⁰⁹³ V. ainsi F. Leclerc, *La responsabilité des agences de notation*, in *La notation d'entreprises*, op. cit., p. 137, estimant que la question n'est pas clairement tranchée. P.-H. Conac, *La responsabilité civile des agences de notation en droit américain et en droit français*, in *Agences de notation, immobilier et contrats publics*, dir. B. du Marais, 1^{re} partie : *Le droit et la note – l'appréciation du droit par les agences de notation*, La Documentation française, 2007, p. 83, spéc. p. 87, considère, pour sa part, que la loi de 1881 ne s'applique pas aux agences de notation qui ne peuvent être assimilées à un organe de presse, la France ayant retenu, à la différence des Etats-Unis, une approche institutionnelle et non fonctionnelle en la matière.

¹⁰⁹⁴ V. règlement (CE) n° 2060/2009, art. 18, tel que modifié par le règlement (UE) n° 513/2011.

¹⁰⁹⁵ V. notamment, pour un rappel historique, G. Lebreton, *Libertés publiques et droits de l'homme*, Sirey, 2009, 8^e éd., p. 462 et s.

¹⁰⁹⁶ Cf. *infra*.

¹⁰⁹⁷ Après avoir longtemps fait prévaloir une large application de l'article 1382 du Code civil en matière de presse, la Cour de cassation, après divers revirements, a adopté une position plus restrictive, écartant fortement le droit commun (v., en dernier lieu, Cass. 1^{re} civ. 10 avr. 2013, n° 12-10177 : D., 2014, 131, note C. Bigot ; JCP, 2014, 1163, obs. E. Dreier). V. notamment, pour plus de détails, M. Bacache-Gibeili, op. cit., n° 181 et s. ; G. Viney, *Introduction à la responsabilité*, op. cit., n° 144 et s. ; G. Lécuyer, *Liberté d'expression et responsabilité : étude de droit privé*, préf. L. Cadiet, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de thèses, vol. 56, 2006, n° 123 et s. Pour une étude d'ensemble du problème de l'exclusion de l'article 1382 du Code civil, v. J. Traullé, *L'éviction de l'article 1382 du Code civil en matière extracontractuelle*, préf. P. Jourdain, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 477, 2007.

¹⁰⁹⁸ Cf. *infra*.

¹⁰⁹⁹ V., par exemple, l'article 632-1 alinéa 4 du Règlement général de l'AMF qui précise, s'agissant de l'application aux journalistes de l'interdiction de diffusion d'une fausse information posée en son premier alinéa : « le non-respect de l'interdiction mentionnée au premier alinéa par des journalistes agissant dans le

D'autre part, la liberté d'expression, telle qu'elle résulte de l'article 10 alinéa 1 de la Convention européenne des droits de l'homme¹¹⁰⁰, ne peut conduire à exempter les agences de la responsabilité civile. Certes, cette liberté devrait, elle, pouvoir être invoquée. Elle revêt en effet une importance fondamentale dans toutes les sociétés libérales, qui lui confèrent une portée particulièrement étendue. La Cour européenne des droits de l'homme fait ainsi prévaloir une applicabilité très large de l'article 10¹¹⁰¹, estimant notamment qu'il couvre la publicité commerciale¹¹⁰². Les agences de notation, délivrant des opinions publiques ayant une valeur informative pour l'ensemble du marché, doivent donc en bénéficier même si elles ont également une visée commerciale. Reste que la liberté d'expression n'est pas absolue : elle peut connaître des limitations et des restrictions dans les conditions prévues à l'alinéa 2 de l'article 10¹¹⁰³. En clair, une ingérence de l'Etat est possible, mais à la triple condition d'être prévue par la loi, de viser des motifs légitimes (protection de l'ordre public ou des droits d'autrui) et d'être nécessaire dans une société démocratique¹¹⁰⁴. La possibilité de mettre en cause la responsabilité civile du bénéficiaire de la liberté d'expression peut ainsi être considérée comme une ingérence publique légitime au sens de cet article¹¹⁰⁵.

Tel est le cas, à n'en pas douter, des régimes français et européen de responsabilité civile des agences de notation. En effet, celles-ci remplissent une mission d'intérêt général d'information, de transparence du marché à partir d'analyses prévisionnelles fondées sur des faits et sur l'utilisation d'une méthodologie. Il est, dès lors, légitime et nécessaire qu'elles répondent des fautes, commises dans le processus d'élaboration de la notation, qui peuvent

cadre de leur profession doit être apprécié en tenant compte de la réglementation applicable à cette profession (i¹⁰⁰) ».

Convention européenne des droits de l'homme, art. 10 al. 1 : « toute personne a droit à la liberté d'expression. Ce droit comprend la liberté d'opinion et la liberté de recevoir ou de communiquer des informations ou des idées sans qu'il puisse y avoir ingérence d'autorités publiques et sans considération de frontière. Le présent article n'empêche pas les Etats de soumettre les entreprises de radiodiffusion, de cinéma ou de télévision à un régime d'autorisations ». Cette disposition a été reprise à l'article 11 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne.

¹¹⁰¹ V. notamment P. Wachsmann, *Liberté d'expression*, JurisClasseur Libertés, fasc. 800, n° 5 et s.

¹¹⁰² V. notamment CEDH, 20 nov. 1989, Markt Intern Verlag GMBH c/ Allemagne, série A, n° 165.

¹¹⁰³ Convention européenne des droits de l'homme, art. 10 al. 2 : « l'exercice de ces libertés comportant des devoirs et des responsabilités peut être soumis à certaines formalités, conditions, restrictions ou sanctions prévues par la loi, qui constituent des mesures nécessaires dans une société démocratique, à la sécurité nationale, à l'intégrité territoriale ou à la sûreté publique, à la défense de l'ordre et à la prévention du crime, à la protection de la santé ou de la morale, à la protection de la réputation ou des droits d'autrui, pour empêcher la divulgation d'informations confidentielles ou pour garantir l'autorité et l'impartialité du pouvoir judiciaire ».

¹¹⁰⁴ V. notamment P. Wachsmann, *Liberté d'expression*, JurisClasseur Libertés, fasc. 800, n° 10 et s. ; J.-F. Renucci, *Traité de droit européen des droits de l'homme*, LGDJ, 2007, p. 185.

¹¹⁰⁵ V. notamment CEDH, 24 févr. 1997, de Haes et Gijssels c/ Belgique ; CEDH, 29 mars 2011, RTBF c/ Belgique.

heurter aussi bien l'ordre public (intérêt du marché) que les droits d'autrui (protection des investisseurs, réputation de l'émetteur). Or, les différentes obligations prévues par le règlement n° 1060/2009 répondent justement à cette exigence de fiabilité, de qualité et de rigueur de la fabrication de la note. Comme l'écrit très justement M. Gilbert Parléani : « *c'est finalement le prix à payer pour que la liberté d'opinion en matière économique ou financière ne soit pas un leurre* »¹¹⁰⁶. La liberté d'expression prévue à l'article 10 de la convention européenne n'est donc pas susceptible de conduire à une immunité quasi générale des agences de notation, comme cela a pu être le cas aux Etats-Unis, ce qui serait d'ailleurs dépourvu de bon sens.

Toutefois, si la responsabilité civile des agences peut être engagée pour avoir utilisé des méthodes manifestement inappropriées, il nous semble que l'ingérence de l'Etat ne peut aller jusqu'à réglementer la méthodologie elle-même, comme ont pu le suggérer certains auteurs¹¹⁰⁷. Ce serait là porter une atteinte grave à la liberté d'opinion des agences, qui doivent conserver la maîtrise des méthodes qu'elles entendent mettre en œuvre pour parvenir à leur notation, dès lors qu'elles informent le marché desdites méthodes. Comme l'écrit à cet égard M. Yves Chaput, « *la liberté de notation, corollaire de la liberté d'expression, doit rester le principe* »¹¹⁰⁸. On s'approche là de ce qui relève véritablement de l'« *opinion* » dans la notation. La réglementation européenne se garde d'ailleurs bien de toute ingérence en la matière¹¹⁰⁹. Plus encore, une telle standardisation méthodologique irait à l'encontre, non seulement de la liberté d'opinion, mais également de l'intérêt du marché. Ainsi, pour M. Gilbert Parléani, dès lors que l'opinion a été émise selon des principes de rigueur, d'objectivité, d'impartialité et de prudence, « *la liberté d'opinion peut se développer, et chaque opinion, prudente et objective, peut différer des autres. Il n'y a pas à s'inféoder à l'opinion de la place, ou à rechercher une cohérence par rapport à l'opinion dominante. Le marché a besoin de plusieurs opinions éventuellement différentes pour remédier aux*

¹¹⁰⁶ G. Parléani, *La responsabilité civile des agences de notation*, in *Mélanges AEDBF-France VI*, dir. A. Gourio et J.-J. Daigre, RB éd., 2013, p. 555, n° 36, soulignant « *une étroite relation entre la démocratie politique et la démocratie économique* ».

¹¹⁰⁷ V., notamment, P. Didier, *La notation financière*, in *La notation d'entreprises*, op. cit., p. 103, se demandant toutefois si une normalisation méthodologique est techniquement possible.

¹¹⁰⁸ Y. Chaput, *Contrôle et responsabilité de la notation financière : les agences de rating en droit français*, RIDC, 2-2006, p. 497.

¹¹⁰⁹ V., notamment, F. Veverka, *Faut-il une réglementation stricte des agences de rating ?*, JCP E, juin 2009, n° 23, 1578, spéc. n° 31, observant que « *le règlement écarte toute ingérence dans les méthodologies et plus globalement la "fabrication" des notations au plan analytique* ».

asymétries d'information. Dès lors, exiger une cohérence (c'est-à-dire une similitude) entre les différentes opinions exprimées aboutirait, d'une part, à nier le droit d'exprimer une opinion, et, d'autre part, à favoriser les comportements moutonniers, toujours préjudiciables au marché »¹¹¹⁰.

466 - Le régime français de responsabilité civile des agences de notation. Dispositions nationales et règlement européen. En dépit de la généralisation de leur activité et de leur influence croissante sur les investisseurs, les agences de notation n'ont été appréhendées en droit français que fort tard, bien après encore les analystes financiers¹¹¹¹. Au lendemain de l'adoption du règlement européen n° 1060/2009, qui faisait référence dans un simple considérant à l'application du droit national en cas d'action en responsabilité civile pour violation du règlement, le législateur français s'est toutefois démarqué des autres Etats membres par son interventionnisme. Il a en effet introduit, dans le cadre de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, des règles spécifiques à la responsabilité civile des agences de notation au sein des articles L. 544-5 et L. 544-6 du Code monétaire et financier. Par ailleurs, depuis juin 2013, les dispositions de l'article 35 *bis* du règlement européen, que nous venons d'examiner, sont directement applicables en droit français. Toutefois, en l'absence de contrariété avec celui-ci, les articles L. 544-5 et L. 544-6 continuent de s'appliquer.

L'article L. 544-5 prévoit, pour sa part, en son alinéa 1^{er} que les agences de notation engagent leur responsabilité délictuelle et quasi-délictuelle, tant à l'égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements commis dans la mise en œuvre des obligations issues du règlement européen. Il ajoute, en son alinéa 2, que tout accord ayant pour effet de soumettre aux juridictions d'un Etat tiers à l'Union européenne un différend relatif aux dispositions du règlement européen, alors que les juridictions françaises auraient été compétentes pour en connaître à défaut d'un tel accord, est réputé nul et non écrit. Quant à

¹¹¹⁰ G. Parléani, art. préc., spéc. n° 34. Adde U. Blaurock, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies*, *Electronic Journal of Comparative Law*, 2007, vol. 11.3, considérant que si la méthodologie utilisée doit être publiée (« *a rating is not allowed to be a black box* »), une standardisation n'est pas souhaitable car elle empêcherait le développement de la concurrence.

¹¹¹¹ Ainsi, si la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 sur la sécurité financière a créé un véritable statut pour les analystes financiers, elle s'est contentée d'obliger les agences de notation à conserver tous les documents préparatoires à l'élaboration de leur publication pendant un délai de trois ans, ces documents devant être tenus à la disposition de l'AMF (C. mon. fin., art. L. 544-3 ancien), et d'exiger que cette autorité publie chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers (C. mon. fin., art. L. 544-4 ancien).

l'article L. 544-6, il prohibe les clauses visant à exclure la responsabilité des agences de notation de crédit.

Si le législateur français s'est alors illustré par son interventionnisme, il faut toutefois reconnaître que les dispositions nationales restent sans portée véritable vis-à-vis des tiers investisseurs (a) et d'une portée limitée pour les contractants (b).

a - Absence de portée vis-à-vis des tiers investisseurs

467 - **Absence de portée vis-à-vis des investisseurs.** Compte tenu du principe général de responsabilité pour faute qui gouverne le droit français et du caractère directement applicable du règlement, il était inutile de préciser, par l'insertion d'un article spécial au sein du Code monétaire et financier, que les agences de notation étaient responsables des manquements audit règlement, la violation d'une disposition impérative constituant par nature une faute civile. L'introduction d'une telle disposition apparaissait même malheureuse, pouvant donner l'impression, erronée, soit d'une « *immunité antérieure* »¹¹¹², soit d'une limitation des faits potentiellement générateurs de responsabilité aux violations du règlement européen¹¹¹³. Or, contrairement à ce qui a pu être soutenu par certains¹¹¹⁴, si l'article L. 544-5 précité prévoit expressément la responsabilité des agences dans le cas particulier desdites violations, il ne la limite en aucune manière à celles-ci, de sorte que le droit commun doit continuer de s'appliquer pour les autres types de faute (par exemple, en cas de violation du code de conduite *IOCV-IOSCO*¹¹¹⁵ ou du code de conduite professionnel interne à chaque agence).

¹¹¹² J.-J. Daigre, *avant-propos*, in *dossier La loi de régulation bancaire et financière, une réponse à la crise*, Bull. Joly Bourse, févr. 2011, n° 2, p. 113, spéc. p. 114, trouvant, pour cette raison, curieuse cette affirmation d'une potentielle responsabilité civile des agences de notation.

¹¹¹³ V., ainsi, J. Chacornac, *op. cit.*, n° 1054, rejetant cette limitation.

¹¹¹⁴ V. ainsi F. Denis, *La nouvelle responsabilité civile des agences de notation*, RLDA, 2011, n° 65, spéc. p. 77.

¹¹¹⁵ Les dispositions du code de conduite *IOCV-IOSCO*, bien qu'il s'agisse de règles déontologiques, revêtent un caractère impératif pour les agences qui ont choisi de s'y conformer : leur violation constitue donc alors *ipso facto* une faute civile. A défaut, elles peuvent servir de standard de comportement dans l'appréciation de la faute par le juge. La plupart des recommandations de ce code ont été reprises par le règlement européen, mais il semble que ce ne soit pas le cas de toutes. L'article 1.15 prévoit par exemple que l'agence doit employer un nombre suffisant d'analystes aux fins de la notation, sans qu'une telle obligation ne figure au règlement (v. E. Weemaels, art. préc., spéc. p. 171, soulignant que le manque de personnel au sein des agences a été fortement critiqué lors de la crise des *subprimes*). Sur l'application des règles déontologiques en matière de responsabilité civile, v. plus généralement J. Moret-Bailly, *Règles déontologiques et fautes civiles*, D., 2002, p. 2824, n° 16 : « *on doit ainsi admettre que l'ensemble des déontologies extra-étatiques, c'est-à-dire les déontologies sans contrôle a priori de l'Etat, 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*

L'affirmation de la responsabilité est d'autant plus inutile qu'elle ne s'accompagne, une fois encore, d'aucun allègement probatoire en faveur de l'investisseur, à défaut d'avoir posé une quelconque présomption en matière de faute, de causalité ou de préjudice, de sorte que l'investisseur se trouvera, la plupart du temps, dans l'incapacité de mettre en cause avec succès la responsabilité civile d'une agence de notation.

Ainsi, comme le législateur européen en 2013, le législateur français n'a fait essentiellement qu'affirmer un principe de responsabilité sans créer de véritable régime spécial en faveur des investisseurs. L'absence de volontarisme est d'autant plus flagrante que, si le législateur européen a pu avoir pour ambition d'imposer un droit d'action aux Etats n'en prévoyant pas dans leur droit national, ce besoin ne s'imposait pas en droit français en raison du principe général de responsabilité pour faute. Le seul allègement dont peut désormais bénéficier l'investisseur victime est celui issu du droit européen aux termes duquel, comme nous l'avons vu, la juridiction nationale compétente doit tenir compte du fait que l'investisseur peut ne pas avoir accès à des informations qui relèvent purement de « *la sphère de l'agence de notation de crédit* ». Cela sera toutefois insuffisant à garantir une responsabilité effective¹¹¹⁶. On se rappellera d'ailleurs que dans la seule affaire en France dans laquelle des investisseurs ont mis en cause la responsabilité civile d'agences de notation, ils ont été déboutés pour n'avoir pas rapporté la preuve d'une faute ayant affecté la notation et que cette notation était à l'origine du préjudice subi¹¹¹⁷.

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 ».

¹¹¹⁶ Le législateur français n'en a d'ailleurs pas été dupe lors de l'adoption de la loi de régulation bancaire et financière en 2010. V. ainsi Rapport n° 703 au Sénat au nom de la commission des finances, 14 sept. 2010, par Ph. Marini, reconnaissant la « portée limitée » des nouvelles règles de responsabilité qu'il qualifie pourtant d'« importantes » : « *les cas dans lesquels le régime de responsabilité pour faute fondé sur l'article L. 544-5 pourra être invoqué avec succès seront sans doute rares mais pas inexistantes. Cet article constitue cependant un signal important à destination des agences de notation, qui complète utilement les dispositions du règlement européen* » (v., dans l'examen des articles, chap. III, Contrôler les agences de notation, art. 3). Au départ, le député Jérôme Chartier avait voulu faciliter la preuve à la charge des investisseurs en appliquant aux notations « erronées » le régime de responsabilité des produits défectueux prévu aux articles 1386-1 et suivants du Code civil. V., Rapport n° 2550 à l'Assemblée nationale au nom de la commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire sur le projet de loi de régulation bancaire et financière, par J. Chartier, 25 mai 2010. L'idée a été abandonnée au motif que le processus d'établissement de la notation pouvait certes être défectueux, mais pas la notation elle-même.

¹¹¹⁷ Il s'agissait toutefois d'une affaire très particulière. L'Association française des porteurs d'emprunts russes (AFPER) avait intenté une action contre Standard and Poor's et Moody's, auxquels elle réclamait conjointement 2,7 milliards d'euros pour ne pas avoir tenu compte, lors de l'établissement de leur note, de la défaillance de la Russie dans le remboursement des quarante-huit emprunts d'Etat émis en France entre 1822 et 1914, ce qui avait permis à l'Etat russe de bénéficier de taux acceptables sur les marchés financiers. Le Tribunal de grande instance de Paris a débouté l'association de ses demandes en date du 6 avril 2004. V. F. Denis, art. préc., p. 73.

b - Portée limitée vis-à-vis des contractants

468 - **Portée limitée vis-à-vis des contractants.** La loi de régulation bancaire et financière a, toutefois, été un peu plus ambitieuse au regard de la responsabilité civile envers les contractants de l'agence. Il s'agit essentiellement des émetteurs, mais également des investisseurs abonnés, de sorte qu'il convient d'évoquer les dispositions en question au regard du champ d'application de notre thèse. L'on constatera cependant que, même de ce point de vue, l'apport reste limité.

Premièrement, l'article L. 544-5 alinéa 1^{er} du Code monétaire et financier a prévu que la responsabilité de l'agence avait nécessairement une nature délictuelle, y compris vis-à-vis de ses contractants. Cela leur était, de fait, plus favorable en raison de l'impossibilité d'aménager la responsabilité délictuelle en droit français, et a pu susciter un certain scepticisme, au regard du principe dit du « *non-cumul* »¹¹¹⁸, d'une part importante de la doctrine¹¹¹⁹. Cette nature délictuelle générale de la responsabilité s'explique pourtant d'un point de vue conceptuel. En effet, comme l'explique avec clarté Mme Geneviève Viney, l'obligation contractuelle présente une double spécificité, en comparaison des normes dont la violation est sanctionnée par la responsabilité délictuelle, quant à son objet et quant aux sujets auxquels elle s'applique¹¹²⁰. Quant à son objet d'abord, qui consiste à établir des normes de comportement et non les modalités de la relation entre contractants : « *il est certain d'abord que l'objet du contrat ne consiste pas à créer des règles de comportement. Celles-ci existent en dehors de lui : elles sont du ressort de la loi, du règlement, éventuellement de la jurisprudence. Le contrat, quant à lui, poursuit un tout autre but : il tend à aménager les intérêts des*

¹¹¹⁸ Selon le principe dit du « *non-cumul* », consacré depuis longtemps par la jurisprudence, la victime d'une faute commise dans l'exécution d'une obligation résultant d'un contrat n'a pas d'autre choix que d'agir en responsabilité contractuelle. « *Autrement dit, lorsque les conditions d'application de la responsabilité contractuelle se trouvent réunies, la victime ne peut agir en réparation contre le débiteur défaillant que sur le fondement contractuel* » (M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 113). L'expression est malheureuse puisqu'il s'agit davantage d'une interdiction d'option que de cumul.

¹¹¹⁹ V. notamment J.-J. Daigre, *avant-propos, in dossier La loi de régulation bancaire et financière, une réponse à la crise*, Bull. Joly Bourse, févr. 2011, n° 2, p. 113, spéc. p. 114, observant que la 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* » ; J. Chacornac, *op. cit.*, n° 1058, qui y voit la remise en cause d'un principe fondamental du droit de la responsabilité civile dans un domaine spécifique ; F. Denis, art. préc., spéc. p. 77 ; X. Clédât, *Agences de notation : de la délicate mise en œuvre de leur responsabilité civile*, Rev. Lamy dr. civ., 2012, n° 96, p. 61, y voyant une maladresse de rédaction, tout comme C. Thépot, *L'encadrement légal de l'activité des agences de notation par la loi de régulation bancaire et financière*, LPA, 16 déc. 2010, n° 250, p. 26.

¹¹²⁰ G. Viney, *Introduction à la responsabilité, op. cit.*, n° 168-1.

contractants en créant entre eux un réseau d'obligations et de droits destinés à servir ces intérêts. Normalement, les obligations contractuelles n'ont donc aucune ambition normative, elles ne traduisent aucun impératif moral, ni même social »¹¹²¹. Quant aux sujets auxquels elle s'applique, ensuite : « *en outre, la notion de "règle de conduite" ou de "norme de comportement" implique par elle-même une certaine généralité : elle s'impose à tous ceux qui se trouvent dans une situation donnée. Or ce qui précisément caractérise l'obligation contractuelle, c'est ce que l'on appelle sa "relativité" : en principe, elle ne s'impose qu'au débiteur et ne profite qu'au créancier (...)* »¹¹²².

Or, il faut bien constater, au regard du premier critère, que les fautes couvertes par l'article L. 544-5 précité ne visent que des manquements à des obligations issues du règlement européen et non d'un contrat, et qui ont essentiellement pour objet d'établir des normes générales de comportement à la charge des agences de notation, plutôt que d'aménager les modalités de leurs relations avec leurs contractants. Et, au regard du second critère, que le règlement européen a pour but, par l'instauration de ces normes impératives, de protéger l'ensemble des acteurs opérant sur le marché et donc susceptibles d'utiliser ou d'être affectés par une notation, et non les seuls contractants des agences. En d'autres termes, c'est un ordre public de protection du marché qui est mis en place par le règlement européen¹¹²³, et il n'est dès lors guère étonnant que sa violation relève du champ délictuel¹¹²⁴. D'un point de vue téléologique, cette solution présentait en outre l'avantage pour le législateur de favoriser la situation des victimes dès lors qu'il les soustrayait aux inconvénients de la responsabilité contractuelle

¹¹²¹ *Ibid.*

¹¹²² *Ibid.*

¹¹²³ V. notamment règlement (CE) n° 1060/2009, consid. 7 : « *l'objectif principal du présent règlement est de protéger la stabilité des marchés financiers et les investisseurs* ». Le règlement ne s'applique d'ailleurs pas « *aux notations de crédit 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* » (art. 2, parag. 2, a).

¹¹²⁴ V. en ce sens les très claires explications de G. Parléani, art. préc., n° 16 et s., et n° 23, rappelant notamment que « *la violation d'une norme, ou la violation d'un devoir, alors que cette norme n'a aucune relation avec la relativité contractuelle, relève "a priori" de la responsabilité délictuelle, alors même que les parties ont inséré le tout dans un même "instrumentum"* ». V. déjà A. Sotiropoulou, *La responsabilité civile des agences de notation*, Bull. Joly Bourse, 2013, n° 1, p. 47, spéc. n° 15, rapprochant la problématique du devoir d'information du médecin dont la violation résulte désormais, à la suite d'un revirement de jurisprudence, de la responsabilité délictuelle au motif qu'il s'agit d'un devoir de comportement de portée générale, indépendant d'un quelconque lien contractuel. V. également les intuitions de J. Chacornac, *op. cit.*, n° 1061, qui, tout en relevant la contrariété au principe du non-cumul, estime que le 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. Tenues à l'égard de l'ensemble du marché d'un devoir d'objectivité, elles ne sont débitrices de personne en particulier des dommages que leur manque de rigueur a pu causer* ».

(limitation de la réparation au dommage prévisible, possibilité d'aménagement conventionnel)¹¹²⁵. Il découlait d'ailleurs nécessairement de la nature délictuelle de la responsabilité civile des agences l'impossibilité d'exclure conventionnellement cette responsabilité¹¹²⁶ ; le législateur aurait donc pu faire l'économie de le préciser expressément à l'article L. 544-6 précité.

Deuxièmement, l'article L. 544-5, alinéa 2 du Code monétaire et financier prévoit la nullité d'une clause de juridiction ayant pour effet de soumettre par avance aux juridictions d'un Etat tiers à l'Union européenne un différend relatif au règlement alors que les juridictions françaises auraient été compétentes pour en connaître à défaut d'un tel accord. Cette disposition est toutefois, elle aussi, d'une effectivité limitée. En effet, comme le révèle la lecture des travaux préparatoires, l'objectif poursuivi par le législateur à travers cette disposition était d'éviter que les agences de notation ne soient tentées de soumettre le contrat de notation à une loi d'autonomie étrangère afin de contourner l'interdiction des clauses exonératoires de responsabilité. Ainsi, la commission des finances du Sénat avait initialement adopté un amendement tendant à ce que l'interdiction des clauses de non-responsabilité soit érigée en loi de police. Lors du passage du texte en séance publique, les sénateurs ont toutefois renoncé à cette qualification et ont ajouté un alinéa interdisant les clauses attributives de juridiction en faveur du juge d'un Etat tiers lorsque le juge français aurait été compétent¹¹²⁷. Ce choix a été critiqué par la doctrine en ce que le dispositif finalement adopté, ayant trait à la compétence juridictionnelle et non plus à la loi applicable au contrat, n'empêche pas la soumission à un droit étranger écartant l'interdiction des clauses exonératoires de responsabilité, quand bien même le for compétent serait français¹¹²⁸. A la vérité, les deux dispositions auraient dû être adoptées en vue d'une efficacité maximale : la nullité de la clause de juridiction en faveur d'un Etat tiers à l'Union européenne permet bien

¹¹²⁵ V. A. Sotiropoulou, art. préc., spéc. n° 15 ; A.-D. Merville, *La responsabilité civile, pénale et administrative des agences de notation*, RDBF, mai 2013, n° 3, étude 9, spéc. n° 13.

¹¹²⁶ Le droit français prohibe en effet tout aménagement conventionnel de la responsabilité délictuelle, contrairement à d'autres droits comme le droit belge (v. notamment P. Van Ommeslaghe, *Droit belge, in Les clauses limitatives ou exonératoires de responsabilité en Europe*, dir. J. Ghestin, LGDJ, 1991, p. 231, spéc. p. 235).

¹¹²⁷ V. notamment, sur ce processus législatif, F. Denis, art. préc., p. 74 et 75.

¹¹²⁸ V. M. Audit, art. préc., spéc. n° 50 ; C. Thépot, art. préc., p. 26 ; F. Denis, art. préc., p. 75. V. toutefois les nuances apportées par A. Sotiropoulou, art. préc., n° 12.

de préserver la compétence du for français (ou d'un for européen¹¹²⁹), d'autant que les contrats passés par les agences prévoient souvent la compétence des juridictions de l'Etat de New-York ; le maintien de la qualification de loi de police aurait, par ailleurs, permis au for français de neutraliser l'effet d'une loi étrangère admettant les clauses exonératoires de responsabilité.

3 - En droit américain

469 - **L'évolution du cadre réglementaire.** Bien que les agences de notation soient considérées comme des « *gardiens* » (« *gatekeepers* ») essentiels des marchés financiers aux Etats-Unis¹¹³⁰, leur réglementation n'y est guère plus ancienne qu'en Europe. Certes, dès 1975, la SEC a créé un label officiel, en instaurant une procédure d'agrément des agences en tant que « *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* » (« *NRSROS* »), mais sans en définir précisément les critères, alors même que ce statut permettait l'usage des notations à des fins réglementaires. Par la suite, la loi *Sarbanes-Oxley* de 2002, bien qu'elle ait imposé des mesures contraignantes aux autres *gatekeepers* en mettant fin à l'autorégulation des auditeurs et en réformant l'activité des analystes financiers, a pour l'essentiel laissé de côté les agences de notation¹¹³¹.

L'ordre public n'a vraiment fait son apparition en la matière qu'en 2006, lorsque le Congrès américain a adopté le *Credit Agency Reform Act*¹¹³², dans le but de renforcer la responsabilité, la transparence et la concurrence dans l'industrie de la notation¹¹³³. Cette loi a ouvert la voie à un contrôle plus strict des agences de notation souhaitant obtenir le statut de *NRSRO*, qui notamment se voient désormais soumises à une procédure d'enregistrement auprès de la SEC

¹¹²⁹ Depuis d'adoption du règlement de 2013, la compétence d'une juridiction d'un autre Etat membre ne pose plus de problème étant donné que l'article 35 *bis*, paragraphe 3 interdit *in fine* toute exclusion de responsabilité civile pour l'ensemble des Etats membres.

¹¹³⁰ V., par exemple, A.R. Pinto, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, 54 *Am. J. Com. L.* 341, 343 (2006). Cf. *infra* sur la « *théorie du gardien* » (« *gatekeeper theory* »).

¹¹³¹ V. notamment P.-H. Conac, *La régulation américaine des agences de notation*, in *Revue Risques*, mars 2005, n° 61, p. 55, expliquant notamment cette différence par le fait que, contrairement aux analystes financiers et auditeurs, les agences de notation ne souffrent pas d'un manque d'indépendance mais d'un excès d'indépendance (du fait du caractère oligopolistique de l'activité, de l'obligation pour les émetteurs d'obtenir une notation s'ils veulent que leurs titres de créances soient détenus par certains fonds d'investissement, et de leur absence de dépendance économique à l'égard de quelques émetteurs déterminés, contrairement à la situation qu'ont pu connaître les auditeurs).

¹¹³² *Credit Rating Agency Act of 2006*, Pub. L. No. 109-291.

¹¹³³ Le titre complet de la loi est « *an Act To Improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest by fostering accountability, transparency, and competition in the credit rating agency industry* ».

au cours de laquelle celle-ci vérifie leur capacité financière, organisationnelle et méthodologique à accomplir leur mission. Enfin, en 2010, à la suite de la crise des *subprimes*, le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act)*¹¹³⁴, a eu pour objectif de développer la régulation, la responsabilité et la transparence des agences de notation¹¹³⁵. Le dispositif réglementaire s'est vu alors largement renforcé. La loi prévoit notamment une plus grande surveillance des agences, la publication des méthodes utilisées, une amélioration de la qualité de la notation et la prévention des conflits d'intérêts. Elle vise également à réduire les références réglementaires à la notation et la dépendance des investisseurs à celle-ci, à accroître la concurrence dans le secteur, ainsi qu'à faciliter les recours judiciaires à l'encontre des agences¹¹³⁶. L'on retrouve en grande partie les ambitions du législateur européen, dont le règlement sur les agences de notation constitue d'ailleurs le pendant de cette évolution législative en Europe.

- 470 - **La responsabilité civile des agences de notation aux Etats-Unis.** Si, aux Etats-Unis, les agences de notation ont longtemps été protégées par le premier amendement de la Constitution sur la liberté d'expression, la tendance est manifestement à une régression de cette protection constitutionnelle (a). On pourrait donc s'attendre à une plus grande mise en cause de leur responsabilité civile dans les prochaines années à venir. Pour autant, le fardeau probatoire des investisseurs ne se trouve guère allégé, en raison de l'absence de mise en place d'un véritable régime spécial par le *Dodd-Franck Act* (b).

a - Une protection constitutionnelle en régression

- 471 - **La protection par le premier amendement de la Constitution américaine sur la liberté d'expression.** Aux Etats-Unis, les agences de notation bénéficient traditionnellement de la protection constitutionnelle du premier amendement sur la liberté d'expression¹¹³⁷, rendant

¹¹³⁴ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376, 1376 (2010).*

¹¹³⁵ V. notamment *Dodd-Franck Act*, sect. 932.

¹¹³⁶ Pour plus de détails, v. S. Harper, *Credit Rating Agencies Deserve Credit for the 2007-2008 Financial Crisis: An Analysis of CRA Liability Following the Enactment of the Dodd-Frank Act*, 68 *Wash. & Lee L. Rev.* 1925, 1948 (2011).

¹¹³⁷ Selon le premier amendement de la Constitution américaine, adopté en 1791 : « *Congress shall make no law respecting an establishment or religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or the press; or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the government for a redress of grievances* ».

particulièrement difficile toute mise en œuvre de leur responsabilité¹¹³⁸. L'on considère en effet qu'en diffusant largement leurs opinions, sous la forme d'une notation, auprès du public, elles favorisent le débat, nécessaire dans toute société démocratique, au même titre que les journalistes¹¹³⁹. Un auteur a même pu qualifier les notes de « *World's Shortest Editorials* » dans un article paru en 1990¹¹⁴⁰. On leur applique ainsi le standard de l'« *actual malice* », que l'on applique aux journalistes dès lors que le sujet traité est d'intérêt public (*matter of public concern*)¹¹⁴¹. Selon ce standard, l'investisseur doit établir que l'agence de notation a agi avec malveillance, c'est-à-dire soit en connaissance du caractère erroné de l'affirmation, soit avec une indifférence totale quant à la réalité des faits (*reckless disregard of truth*)¹¹⁴².

La doctrine américaine apparaît toutefois de plus en plus sceptique quant la protection par le premier amendement¹¹⁴³. La jurisprudence semble, également, marquer un recul assez net ces dernières années. Les tribunaux américains ont eu tendance à mettre en avant que, dans le cadre du modèle de l'*émetteur-payeur*, la protection issue du premier amendement n'était pas absolue¹¹⁴⁴ et devait être décidée au cas par cas¹¹⁴⁵. Il s'agit de savoir si l'agence agit dans l'intérêt du public, comme un journaliste, ou bien essentiellement dans celui de ses propres

¹¹³⁸ V. notamment J.-P. Mattout et S. Mouy, *La notation*, Bull. Joly Bourse, sept. 1994, n° 5, p. 435.

¹¹³⁹ V. P.-H. Conac, *La responsabilité civile des agences de notation en droit américain et en droit français*, in *Agences de notation, immobilier et contrats publics*, dir. B. du Marais, 1^{re} partie : *Le droit et la note – l'appréciation du droit par les agences de notation*, La Documentation française, 2007, p. 83, spéc. p. 84.

¹¹⁴⁰ G. Husisian, *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials? An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, 410 *Cornell Law Review* 412 (1989-1990).

¹¹⁴¹ Ce standard a été forgé en 1964 dans l'affaire *New York Times v. Sullivan* (*New York Times v. Sullivan*, 376 U.S. 254 (1964)). V. notamment, s'agissant des agences de notation, *County of Orange v. McGraw Hill Companies, Inc.*, 245 B.R. 151, 154 (C.D. Cal. 1999) ; *Jefferson County School District v. Moody's Investors' Services Inc.*, 175 F.3d 848 (10th Cir. 1999) ; *Compuware Corporation v. Moody Investors' Services Inc.*, 499 F.3d 520 (6th Cir. 2007). Pour plus de détails sur ces affaires, v. E. Weemaels, art. préc., p. 146 et s., et p. 187 et s. ; H. de Vauplane, *Pour une responsabilité civile pleine et entière des agences de notation*, in *Mélanges AEDBF-France V*, dir. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, RB éd., 2008, p. 449.

¹¹⁴² V. P.-H. Conac, art. préc., p. 84.

¹¹⁴³ V. notamment F. Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, *University of San Diego, Legal Studies Research Paper Series, Working Paper No. 09-015*, juill. 2009, disponible sur SSRN, considérant notamment que l'activité des agences consiste essentiellement à délivrer des « licences réglementaires » permettant d'accéder aux marchés financiers, peu important la fiabilité de leurs notes, et qu'elles doivent être traitées comme les autres *gatekeepers* ; du même auteur, *Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis*, *University of San Diego, Legal Studies Research Paper Series, Working Paper No. 09-015*, juill. 2009, disponible sur SSRN ; D. Grais & K. Katsiris, *Not the « World's Shortest Editorial »: Why the First Amendment Does Not Shield the Rating Agencies from Liability for Over-Rating CDOs*, *Bloomberg Law Reports*, nov. 2007 ; R. Jones, *The Need for A Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies*, 1 *Wm & Mary Bus. L. Review* 201 (2010) ; J. Sack & S. Juris, *Rating Agencies: Civil Liability Past and Future*, *New York Law Journal*, 5 nov. 2007, vol. 238, n° 88 ; T. Nagy, *Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigation*, 94 *Minnesota Law Review* 140, 156-157 (2009), faisant également remarquer que la note constitue plus une certification, un repère qu'une véritable information. V., en France, H. de Vauplane, art. préc., en faveur de l'application du droit commun.

¹¹⁴⁴ V. notamment *Compuware Corp. v. Moody's Investors Serv., Inc.*, 324 F. Supp. 860, 862 (E.D. Mich. 2004).

¹¹⁴⁵ V. S. Harper, art. préc., p. 1957 et s.

clients, le modèle de l'*investisseur-payeur* ayant été remplacé dans les années 1970 par celui de l'*émetteur-payeur*. En effet, dans le premier, l'investisseur payait pour obtenir une information relative à la notation d'un émetteur ou d'un titre, comme un lecteur achète son journal ; alors que, dans le second, l'entité, objet de l'information, paye l'agence pour être notée, ce qui est dépourvu de sens en matière de presse. La jurisprudence a tendance, à cet égard, à considérer deux critères comme prépondérants. Il faut, d'une part, voir si une agence note tous les titres de dette d'une certaine catégorie ou seulement ceux pour lesquels elle a été payée par l'émetteur pour le faire, notamment dans le cas où elle participe à la structuration des produits titrisés pour laquelle elle est rémunérée¹¹⁴⁶. Il faut voir, d'autre part, si elle diffuse ses analyses à l'ensemble du public ou à un nombre restreint d'investisseurs¹¹⁴⁷. Plus radicalement encore, la jurisprudence récente a pu écarter l'application du premier amendement, en faisant valoir que les opinions diffusées par les agences n'étaient pas que de simples opinions, mais des opinions fondées sur des faits (« *fact-based opinions* »)¹¹⁴⁸.

Quant au législateur, en posant, dans le *Dodd-Franck Act*, que les agences de notation devraient être soumises au même régime de responsabilité que les autres gardiens (*gatekeepers*), il a implicitement indiqué qu'elles ne devaient plus bénéficier de la protection du premier amendement de la Constitution américaine relatif à la liberté d'expression¹¹⁴⁹. A cet égard, les premiers considérants de la loi expriment très clairement la vision du Congrès¹¹⁵⁰. Il y rappelle d'abord que du fait du rôle systémique des notations et de l'importance que leur accordent les investisseurs individuels et institutionnels ainsi que les régulateurs financiers, l'activité des agences de notation est un sujet d'intérêt public, en ce

¹¹⁴⁶ V. ainsi *Fitch, Inc.*, 330 F.3d 104, 109 (2d Cir. 2003) : « *unlike a business newspaper or magazine, which would cover any transactions deemed newsworthy, Fitch only "covers" its own clients. We believe this practice weighs against treating Fitch like a journalist* ». V. également *Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmoss Builders, Inc.*, 472 U.S. 749, 761 (1985), estimant que la protection doit être moindre lorsque l'activité est motivée par le profit.

¹¹⁴⁷ V. *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., Inc.*, 651 F. Supp. 2d 155, 176 (S.D.N.Y 2009), où les juges du Tribunal de New-York ont écarté le premier amendement en faisant valoir que les notations émises par les agences étaient destinées à un nombre restreint d'investisseurs, et non au public en général V. également *California Public Employee's Retirement System v. Moody's (CalPERS)*, No. 09-490241 (California Court of Appeals, 1st District, 2009), refusant à Moody's le bénéfice du premier amendement au motif que l'opinion délivrée ne concernait pas un sujet d'intérêt général, n'était destinée qu'à un nombre limité d'investisseurs et n'était motivée que par le profit et non par l'information des investisseurs. V., dans le même sens, *Genesee County v. Thornburg Mortgage Securities* 825 F. Supp. 2d 1082 (District Court New Mexico, 2011).

¹¹⁴⁸ *Abu Dhabi* 2012 888 F. Supp. 2d 431, 455 (Southern District of New York, 2012) ; *King County* 863 F. Supp. 2d 288, 305-306 (South District New York, 2012). Ces affaires ont fait l'objet de transactions.

¹¹⁴⁹ Cf. *infra*.

¹¹⁵⁰ V. *Dodd-Franck Act*, sect. 931(1), (2) et (3).

qu'elles sont au cœur de la formation du capital, de la confiance des investisseurs et de l'efficacité de l'économie américaine. Il ajoute qu'elles jouent un rôle essentiel de gardien (*gatekeeper*) sur le marché des titres de dette qui est fonctionnellement similaire à celui des analystes financiers sur le marché des titres de capital, et à celui des auditeurs aux comptes qui revoient les états financiers des sociétés, ce qui justifie un même niveau de surveillance publique et de responsabilité. Il précise ainsi qu'en tant qu'elles exercent des services d'évaluation et d'analyse pour le compte de clients, comme d'autres gardiens financiers, leur activité a fondamentalement une nature commerciale et doit être soumise aux mêmes standards de responsabilité et de surveillance que les commissaires aux comptes, les analystes financiers et les banques d'investissement. Une loi adoptée par le Congrès ne pouvant toutefois prévaloir sur une norme à valeur constitutionnelle¹¹⁵¹, tout dépendra en fait de l'application qui en sera faite par les juridictions.

b - L'absence de régime spécial

472 - **Un droit boursier fédéral restrictif.** Même si un investisseur parvient à surmonter cet obstacle constitutionnel, le droit boursier fédéral se montre très exigeant de sorte que la possibilité d'engager la responsabilité civile demeure largement théorique. Comme nous l'avons vu, la règle 10b-5 de la *SEC* permet à un investisseur ayant réalisé une transaction d'agir contre toute personne, y compris une agence de notation, mais les conditions d'application en sont très restrictives. L'investisseur doit, d'abord, établir une fraude de la part de l'agence de notation, c'est-à-dire que cette dernière a publié son opinion dans le but de tromper ou de manipuler le public (*scienter*). Il doit, ensuite, au regard de la causalité, établir non seulement qu'en l'absence de cette opinion, il n'aurait pas acquis ou vendu les titres (c'est-à-dire la *transaction causation*), mais encore que ladite fraude a causé le préjudice

¹¹⁵¹ V. notamment C. Deats, *Talk That Isn't Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agencies' Faulty Methodologies from Regulation?*, 100 *Columbia Law Review* 1818 (2010), considérant que les notations devant être considérées comme une forme de « *discours commercial* », elles doivent bénéficier d'une protection moindre par le premier amendement et peuvent donc être légitimement soumises aux dispositions du *Dodd-Frank Act*. V. également, de manière générale, F. Schneider, *Les agences de notation et les pouvoirs publics*, *Revue du droit public et de la science politique en France et à l'étranger*, 2015, n° 1, p. 83.

prétendument subi (c'est-à-dire la *loss causation*)¹¹⁵². Le fardeau probatoire est donc très lourd.

Dans le domaine comparable des opinions émises par des analystes financiers, la jurisprudence s'est d'ailleurs montrée très stricte. Ainsi, des investisseurs, ayant acquis des actions de sociétés technologiques peu avant l'éclatement de la bulle boursière, avaient engagé une action contre la banque d'investissement Merrill Lynch en raison de la publication d'analyses financières prétendument biaisées par des conflits d'intérêts. La Cour d'appel fédérale pour le second circuit a estimé que les plaignants devaient établir non seulement la fraude commise par l'analyste, consistant dans le fait de ne pas avoir révélé le conflit d'intérêts, mais également que cette fraude avait été à l'origine d'une baisse du cours de l'action (*loss causation*)¹¹⁵³.

473 - **La réaction du législateur américain. Absence de régime spécial.** A la suite de la crise financière de 2007-2008, de nombreux investisseurs ont tenté d'engager la responsabilité civile des agences de notation, mais souvent sans succès¹¹⁵⁴. Le législateur américain a réagi en assouplissant le régime de responsabilité civile applicable aux agences de notation dans le cadre du *Dodd-Frank Act*, qui vient modifier plusieurs dispositions du *Securities Exchange Act* de 1934. D'une part, la section 15(m) de cette dernière loi prévoit désormais que les informations délivrées par les agences sont soumises au même régime de responsabilité et de sanction que celles faites par les analystes financiers et les experts-comptables, et ne peuvent bénéficier de l'exemption applicable aux informations prévisionnelles de la section 21E¹¹⁵⁵. D'autre part, d'un point de vue procédural, au stade du *pleading* (recevabilité), la charge probatoire relative à l'état d'esprit du défendeur (« *state of mind* ») est allégée. En effet, auparavant, un demandeur devait, au titre de la règle 10b-5, plaider que l'agence ne croyait pas en sa notation ou que celle-ci ne reposait sur aucune base factuelle afin que la requête en irrecevabilité (*motion to dismiss*) faite par le défendeur soit rejetée¹¹⁵⁶. Désormais, il a seulement à établir que l'agence, intentionnellement ou par négligence, soit n'a pas mené une

¹¹⁵² Cf. *supra*.

¹¹⁵³ *Lentell v. Merrill Lynch & Co.*, 396 F. 3d. 161 (2d Cir. 2005).

¹¹⁵⁴ V. S. Harper, art. préc., 1927-28 (2011). V. toutefois T.M.J Möllers & C. Niedorf, art. préc., p. 352, indiquant qu'en février 2013, le ministère de la Justice a poursuivi Standard & Poor's pour avoir attribué des notes, lors de la crise des *subprimes*, à des produits structurés dont elle savait qu'elles ne reflétaient pas la réalité. L'affaire s'est conclue par une transaction.

¹¹⁵⁵ V. *Dodd-Franck Act*, sect. 933(a).

¹¹⁵⁶ V. S. Harper, art. préc., p. 1953.

investigation raisonnable sur les faits sur lesquels elle s'est fondée, soit n'a pas pu vérifier raisonnablement l'existence de ces faits à partir d'autres sources indépendantes (c'est-à-dire notamment ne s'est pas adressée à une société indépendante pour lui demander de réaliser une telle investigation)¹¹⁵⁷.

Que penser de cet assouplissement ? Premièrement, il ne concerne que le stade, préalable au procès, du *pleading*, ayant pour objet de déterminer si le demandeur dispose d'éléments suffisants pour se prévaloir d'un droit d'action (« *cause of action* »), lui permettant d'accéder à l'étape ultérieure du procès. Ainsi, la charge probatoire relative à la faute reste identique et aussi lourde au moment du procès lui-même, exigeant notamment de rapporter l'existence de la *scienter*¹¹⁵⁸. Deuxièmement, devra toujours être prouvée l'existence de la *reliance* et de la *loss causation*¹¹⁵⁹, au titre de la règle 10b-5 de la SEC, et ce même au stade du *pleading*¹¹⁶⁰. Il en résulte que, comme en droit européen, les nouvelles dispositions paraissent insuffisantes à permettre une responsabilité véritablement effective des agences de notation, tout du moins sur le marché secondaire¹¹⁶¹.

474 - **Synthèse.** Comme on a pu l'observer dans d'autres systèmes juridiques à propos de l'information diffusée par l'émetteur, la volonté de favoriser la responsabilité civile des agences de notation relève avant tout de la pétition de principe, aussi bien à l'échelle européenne et française qu'américaine. Certes, le principe même de la responsabilité délictuelle des agences de notation est désormais affirmé, alors qu'il avait pu être écarté ou discuté au regard notamment des dispositions protégeant la liberté d'expression. Toutefois, faute d'instauration d'un véritable régime spécial facilitant la tâche probatoire des investisseurs, il y a fort à parier que la situation actuelle de quasi-immunité des agences de notation à leur égard n'évoluera guère. En vérité, c'est un simple signal politique que l'on souhaite adresser au public et aux agences, visant à donner l'illusion aux premiers d'une indemnisation effective et, dans la mesure du possible, à dissuader les seconds.

¹¹⁵⁷ V. *Dodd-Franck Act*, sect. 933(b). V. la nouvelle rédaction de la section 21D(b)(2) du *Securities Exchange Act* de 1934.

¹¹⁵⁸ V. J.C. Coffee, Jr., *The Good, the Bad, and the Ugly*, *Columbia Law and Economics, Working Paper No. 359*, sept. 2010, disponible sur SSRN, spéc. p. 47.

¹¹⁵⁹ *Ibid.*

¹¹⁶⁰ V. S. Harper, art. préc., p. 1954.

¹¹⁶¹ Sur le marché primaire, l'abrogation par la section 939G du *Dodd-Franck Act*, de la règle 436(g) empêchant toute mise en cause d'une agence de notation nationalement reconnue en tant qu'expert au titre de la section 11 du *Securities Exchange Act*, pourrait avoir plus d'effet.

B - Les raisons du maintien dans le droit commun

475 - **Considérations liminaires. La tentation d'un régime spécial pour une responsabilité effective.** Comme nous l'avons dit, l'information délivrée par les agences de notation, en ce qu'elle constitue une opinion prédictive et synthétique, se distingue nettement de celle délivrée directement par l'émetteur. Il découle de la nature particulière de cette information un régime différent, et plus complexe, de la responsabilité civile. Premièrement, si elle est susceptible d'exercer une influence à la fois sur le cours et sur la décision des investisseurs, il est certain que la notation émise, en ce qu'elle constitue une synthèse des informations disponibles et une prédiction, est bien plus susceptible d'altérer le processus décisionnel que l'information délivrée par l'émetteur. Deuxièmement, si la preuve d'un préjudice décisionnel est toujours ardue, cette nature particulière de l'information vient encore la compliquer pour les investisseurs, qui auront généralement le plus grand mal à prouver les conditions propres à mettre en cause la responsabilité civile des agences, notamment la faute et le lien de causalité¹¹⁶².

S'agissant de la preuve de la faute d'abord, la notation n'étant qu'une opinion sur la solvabilité, qui revêt nécessairement un caractère imparfait, approximatif et relatif (en fonction des méthodes et critères utilisés)¹¹⁶³, le seul non-remboursement d'un titre de dette

¹¹⁶² Ces difficultés ont déjà été mises en évidence depuis un certain temps par la doctrine française. V. notamment J.-P. Mattout et S. Mouy, art. préc., mettant notamment en évidence la difficulté de démontrer la causalité, « une notation n'étant que l'un des éléments pouvant justifier ou expliquer un investissement » ; B. Quentin, *Les agences de notation, in colloque Information financière et responsabilité*, dir. H. Synvet, RDBF, nov. 2004, n° 6, dossier 10079, observant notamment que « l'investisseur dispose d'informations qu'il n'a pas payées et les agences de notation n'ont pas vocation à jouer les assureurs » ; B. Dondero, M. Haschke-Dournaux et S. Sylvestre, art. préc., n° 86 : « s'il n'est pas contestable que la notation contribue à former l'opinion favorable de l'investisseur, on ne peut pour autant en déduire qu'elle l'a directement incité à acquérir des titres de créances. Les causes impulsives de la décision d'investir sont multiples et la notation n'est pas nécessairement celle déterminante » ; F. Leclerc, *La responsabilité des agences de notation, in La notation d'entreprises, op. cit.*, p. 160 et s. : « certes, nul ne disconvient de ce qu'une notation favorable joue indiscutablement un rôle dans la décision prise par les investisseurs. Là réside tout de même l'intérêt de la notation pour la société émettrice. Mais de là à dire qu'à elle seule la notation a dirigé l'investisseur vers les titres, il y a un pas qui ne doit pas être trop allègrement franchi. Ceci d'autant que la jurisprudence de la Cour de cassation, même si elle ne rejette pas totalement la théorie de l'équivalence des conditions, lui préfère néanmoins habituellement la théorie de la causalité adéquate » ; I. Tchotourian, *Agences de notation : encadrement et responsabilité*, Bull. Joly Bourse, mars 2011, n° 2, p. 119, considérant que la preuve du lien entre la faute et le préjudice est délicate dans nombre d'hypothèses, étant donné que « si 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 ».

¹¹⁶³ V. notamment C. Thépot, art. préc., p. 26 : « la difficulté majeure concernant l'engagement de la responsabilité des agences de notation est liée à la nature de la note. En effet, la note n'est qu'un indicateur de nature probabiliste. La note est un exercice d'anticipation, affecté, par nature, d'un aléa : il s'agit de prévoir la situation de l'entité notée lorsqu'elle remboursera l'emprunt. La note énonce une probabilité, et non une certitude. (...). Le fait qu'un titre mal noté soit, en définitive, payé intégralement ne signifie pas que l'agence

ne peut, à lui seul, suffire à établir la surnotation initiale, et encore moins la faute. Or, les investisseurs n'ayant pas accès aux conditions d'élaboration interne de la notation et aux informations, fournies parfois de manière confidentielle par l'émetteur, sur lesquelles se sont fondées les agences, ils seront, bien souvent, dans l'impossibilité de rapporter la preuve de la faute. De fait, ils se trouveront, en grande partie, tributaires des sanctions administratives éventuellement prononcées par l'AEMF, puisque c'est seulement dans ce cas qu'ils seront en mesure de s'en prévaloir pour démontrer l'existence d'une faute de l'agence. On perçoit là toute la différence avec l'information délivrée par l'émetteur, pour laquelle la preuve de la faute ne sera généralement pas problématique, étant donné que la révélation de la fausseté de l'information en constituera, tôt ou tard, un indice particulièrement probant.

Les choses ne sont, ensuite, guère plus simples du point de la causalité, qui nécessitera généralement de rapporter une double preuve¹¹⁶⁴. D'une part, les investisseurs devront prouver que la faute de l'agence a exercé une influence sur la notation, qu'il s'agisse d'une surnotation ou d'une sous-notation, ce qui est loin d'être évident. En effet, si l'influence est relativement probable lorsque l'agence omet de prendre en compte toutes les informations disponibles ou utilise au contraire des données fausses ou non pertinentes, recourt à une méthodologie manifestement non appropriée ou se trouve en situation de conflit d'intérêts ; tel ne sera pas le cas pour un grand nombre de manquements, pourtant sanctionnés par le règlement européen, tels que, par exemple, le non-respect des règles relatives à la rotation des analystes, qui vraisemblablement n'auront aucun impact sur la notation. En outre, même dans les cas où l'influence de la faute sur la notation est relativement probable (utilisation de fausses informations, méthodologie inappropriée, ou conflit d'intérêts), la preuve définitive de celle-ci restera encore difficile à apporter. Plus pour la sous-notation que pour la surnotation d'ailleurs. En effet, pour la surnotation, on peut considérer que le défaut de remboursement en constituera un premier indice si la note attribuée était particulièrement élevée ; en revanche, s'agissant de la sous-notation, il apparaît bien difficile de la déduire du seul fait que l'émetteur soit finalement parvenu à honorer ses dettes. D'autre part, une fois

s'était trompée dans son appréciation. Et inversement, le fait qu'un titre bien noté ne soit pas payé ne permet pas de conclure que l'agence a commis des erreurs. Quelle que soit la note, il ne s'agit que d'une probabilité. Aussi forte soit-elle, elle laisse la place à la survenance de l'événement contraire ». Adde P. Didier, *La notation financière*, in *La notation d'entreprise*, op. cit., p. 164.

¹¹⁶⁴ Mettons de côté, pour simplifier, le cas où le manquement de l'agence à la loyauté dans la présentation de la note ou à la transparence, notamment quant aux méthodes utilisées, influencera la décision de l'investisseur, sans pour autant avoir préalablement impacté la note.

établi l'impact du manquement de l'agence sur la notation, les investisseurs auront enfin à prouver que cette notation fautive les a conduits à prendre une décision d'investissement qui leur aura été préjudiciable, ce qui sera particulièrement délicat. On voit bien que, dans la majorité des situations, les investisseurs ne seront pas en mesure de satisfaire à ces conditions, de sorte que les agences de notation devraient continuer de bénéficier d'une assez grande immunité au regard de la responsabilité civile.

La tentation est alors grande d'alléger le fardeau probatoire de l'investisseur à travers l'instauration d'un véritable régime spécial, qui comprendrait au moins une présomption de causalité (généralement double, relativement à l'impact de la faute sur la notation et à celui de la notation sur la décision d'investissement), et éventuellement une présomption de faute, dès lors que les premiers indices pourraient en être rapportés par les investisseurs. Ces présomptions devraient toutefois être réfragables, pour permettre à l'agence de prouver qu'elle n'a pas commis de faute, ou bien que celle-ci n'a pas eu d'influence sur la notation ou la décision de l'investisseur¹¹⁶⁵. Les ambitions aujourd'hui affichées par les autorités publiques dans les différents systèmes juridiques ne sauraient faire illusion ; seul un véritable régime spécial, mettant en place un certain nombre de présomptions, serait à même de rendre effective la responsabilité civile des agences de notation à l'égard des investisseurs. Cela est-il pour autant souhaitable ?

476 - **Le maintien dans le droit commun.** A vrai dire, le problème a été peu abordé par la doctrine française qui, si elle relève, de manière quasi systématique, les obstacles à la mise en cause de la responsabilité civile des agences de notation par les investisseurs, ne propose généralement pas de solution pour y remédier. A l'étranger, certains auteurs se sont prononcés en revanche en faveur de l'introduction d'un régime spécial de responsabilité civile, mais en prévoyant soit une limitation relative à la faute¹¹⁶⁶ soit un plafonnement¹¹⁶⁷, pour éviter que les agences

¹¹⁶⁵ Si le caractère réfragable de la présomption de causalité entre la notation et la décision restera probablement théorique, faute pour l'agence de pouvoir pénétrer l'esprit de l'investisseur, il est en revanche important qu'elle soit en mesure de renverser la présomption de causalité entre la faute et la notation, et encore plus la présomption de faute.

¹¹⁶⁶ V. M. Lehmann, art. préc., p. 10, proposant de limiter la responsabilité civile des agences de notation aux fautes les plus graves commises dans deux situations soit l'utilisation de données erronées, soit une application incorrecte de sa méthodologie. V. également M. Bussani, *La responsabilité des agences de notation de crédit : brèves remarques sur un enjeu global*, RID comp., 2-2013, p. 1, spéc. p. 17, proposant un modèle global de responsabilité, à travers notamment « la création d'un réseau judiciaire mondial, appliquant le même droit, tant au fond qu'à la procédure, avec des tribunaux ad hoc (nationaux et/ou régionaux) décentralisés ».

ne soient exposées à une responsabilité indéterminée. Il est vrai que l'impunité dont jouissent les agences de notation, au regard de l'importance de leur mission, de la confiance qui leur a été accordée, notamment par les pouvoirs publics, et de la gravité des fautes qu'elles ont pu commettre, apparaît particulièrement choquante¹¹⁶⁷. Il est vrai également que contrairement au préjudice d'altération du cours, dont la réparation peut se faire assez naturellement par le marché à travers la diversification, les investisseurs qui se sont fiés à une notation fautive sont susceptibles de subir un préjudice qui, faute de responsabilité civile, ne sera jamais réparé. En clair, il existe bien, parmi les investisseurs, des victimes des manquements commis par les agences de notation, qui mériteraient d'être indemnisées et ne disposent pas, au sein de notre appareil juridique, des moyens de l'être.

Cette situation est regrettable, sous l'angle des agences bien sûr, qui sont dispensées de répondre des conséquences dommageables de leurs actes, mais encore plus du point de vue des investisseurs victimes qui ne perçoivent aucune indemnisation. Pour autant, nous sommes opposés à la mise en place d'un régime spécial tel que celui que nous venons d'ébaucher, même limité à un certain type de fautes particulièrement graves ou prévoyant un plafonnement de responsabilité, et considérons le maintien dans le droit commun préférable. En effet, un tel système, de par l'importance des présomptions accordées, aboutirait de fait à faire des agences de notation les garantes des investisseurs au regard de leurs éventuelles pertes, et donc à les protéger contre l'aléa boursier. Or, cela serait contraire aux deux objectifs principaux du droit financier que sont la protection des investisseurs et l'intérêt du marché, qui nécessitent une responsabilisation desdits investisseurs et le maintien d'une intermédiation informationnelle publique sur le marché de la dette (1). En outre, l'application du droit commun ne priverait pas l'investisseur de toute réparation ; elle lui permettrait en effet d'obtenir une indemnisation résiduelle, c'est-à-dire dans certaines hypothèses relativement limitées (2).

¹¹⁶⁷ V., notamment S. Harper, art. préc., p. 1968 et s. Adde E. Kaner, *Tort Law and the Financial Crisis: Basic Questions*, 4 *JETL* 119 (2013) ; A. Scarso, *The Liability of Credit Rating Agencies in a Comparative Perspective*, 4 *JETL* 163 (2013). V., de manière générale, J. Spier, *Balancing Acts: How to Cope with Major Catastrophes, particularly the Financial Crisis*, 4 *JETL* 223 (2013).

¹¹⁶⁸ V., par exemple, B. du Marais *et al.*, *Le droit et la note – l'appréciation du droit par les agences de notation, in Agences de notation, immobilier et contrats publics*, La Documentation française, 2007, p. 69.

1 - La protection de l'investisseur et du marché

477 - **Le respect des objectifs du droit financier.** La mise en place d'un régime spécial serait contraire aux deux objectifs principaux du droit financier, la protection des investisseurs et l'intérêt du marché, qui nécessitent à la fois une responsabilisation desdits investisseurs (a) et une intermédiation informationnelle publique (b).

a - La nécessité d'une responsabilisation des investisseurs

478 - **La responsabilisation des investisseurs sur le marché des titres de dette : la nécessité d'une « désintoxication »¹¹⁶⁹ à la notation.** Compte tenu des risques que présentent les marchés financiers, la responsabilisation des investisseurs apparaît aujourd'hui comme une impérieuse nécessité pour assurer leur protection et celle du marché, au regard notamment du risque systémique. La crise financière des *subprimes* a en effet montré avec force qu'il est indispensable que les investisseurs, notamment institutionnels, apprécient par eux-mêmes les risques qu'ils sont amenés à prendre¹¹⁷⁰. En effet, si une telle crise s'est déclenchée, mettant en péril l'économie mondiale, c'est en bonne partie parce qu'aucun intervenant sur le marché ne procédait plus à une réelle évaluation des risques liés aux crédits hypothécaires américains - qui avaient été disséminés au sein de multiples titres structurés à travers la technique de la titrisation -, y compris les agences de notation qui ont gravement failli dans ce qui constitue pourtant le cœur de leur mission. On a ainsi pris conscience des dangers de la financiarisation de l'économie, d'autant plus importants que les marchés financiers se caractérisent par une globalisation et une innovation croissantes, et de la nécessité de responsabiliser les différents acteurs des marchés, y compris les investisseurs.

Cette nécessité de responsabilisation des investisseurs s'impose d'autant plus sur le marché de la dette, occupé pour l'essentiel par des investisseurs institutionnels. A la faveur de la crise, il

¹¹⁶⁹ L'expression « désintoxication » apparaît notamment dans le rapport n° 703 au Sénat au nom de la commission des finances, 14 sept. 2010, par M. Philippe Marini.

¹¹⁷⁰ V. notamment F. Partnoy, *Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis*, *Legal Studies Research Paper Series, Working Paper No. 09-015*, juill. 2009, disponible sur SSRN. Adde S. Rousseau, *Regulating Credit Rating Agencies After the Financial Crisis: The Long and Winding Road Toward Accountability*, *Capital Markets Institute of the University of Toronto, Paper*, 23 juill. 2009, disponible sur SSRN, p. 4 et 5, affirmant que les agences de notation ont joué un rôle significatif dans la crise en raison des caractéristiques des instruments financiers structurés qui ont rendu les investisseurs particulièrement dépendants des notations.

existe désormais un consensus au sein des institutions financières et des différents Etats dans le sens d'une diminution de la dépendance des investisseurs et des autorités à la notation, de leur « *désintoxication* » à celle-ci. Le rapport du groupe de Larosière l'a mis en évidence en 2009¹¹⁷¹, le Conseil de la stabilité financière en 2010¹¹⁷². Les Etats, comme on l'a vu, ont largement suivi le mouvement. Le législateur américain, à travers le *Dodd-Franck Act*, a particulièrement insisté sur la nécessité de réduire les références réglementaires à la notation¹¹⁷³. Quant au législateur européen, l'un de ses objectifs principaux, dans la dernière mouture de son règlement sur les agences de notation en 2013, a été de diminuer la dépendance des investisseurs à la notation, ainsi que le caractère réglementaire de celle-ci. Il a notamment imposé une obligation d'évaluation aux investisseurs institutionnels qui ne doivent plus recourir exclusivement ou mécaniquement aux notations pour évaluer la qualité de crédit d'une entité ou d'un instrument financier. Il a également renforcé les exigences de transparence et d'information quant aux méthodes utilisées et aux caractéristiques des produits structurés, afin que les investisseurs puissent se faire leur propre opinion, et demandé aux agences de les sensibiliser quant à la probabilité de défaut des notations¹¹⁷⁴. L'on relèvera enfin que, d'un point de vue prudentiel, il a adopté, à la suite des accords de Bâle III¹¹⁷⁵ de 2010, exigeant la prise en compte de critères additionnels aux notations de crédit, une nouvelle directive¹¹⁷⁶ et un nouveau règlement¹¹⁷⁷ concernant la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Ces nouveaux textes ont

¹¹⁷¹ V. rapport du groupe de Larosière du 25 février 2009, p. 20 : « *manifestement, de nombreux investisseurs institutionnels ont accordé une confiance excessive aux notations fournies par les agences de notation. Des agences de notation compétentes et intègres sont susceptibles de fournir des services de grande valeur et d'apporter une contribution significative aux marchés financiers. Ces arguments vont dans le sens de la recommandation 3. Toutefois, l'utilisation de notations ne doit jamais exempter ceux qui prennent des décisions en matière d'investissement de l'obligation de porter leur propre jugement. Aussi, en particulier, des investisseurs se sont-ils appuyés sur des notations de produits structurés dont ils ne comprenaient pas les éléments sous-jacents* ».

¹¹⁷² V. le rapport du Conseil de la stabilité financière du 20 octobre 2010, intitulé « *Principles for reducing Reliance on CRA ratings* », ayant adopté des principes en vue de réduire la dépendance des autorités et des institutions financières à l'égard des notations de crédit. Ces principes ont été avalisés par le G20 lors du sommet de Séoul de novembre 2010.

¹¹⁷³ V. *Dodd-Franck Act*, sections 939 et 939A.

¹¹⁷⁴ Règlement (UE) n° 462/2013, consid. 4.

¹¹⁷⁵ *Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, déc. 2010, n° 43.

¹¹⁷⁶ Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE, JOUE du 27 juin 2013, L 176/338.

¹¹⁷⁷ Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, JOUE du 27 juin 2013, L 176/1.

notamment pour objet de diminuer la dépendance aux notations externes par ces organismes, qui seront désormais tenus de développer une approche interne d'évaluation de la solvabilité d'une entité ou d'un instrument financier¹¹⁷⁸. En France, l'AMF a également été sensible à cette préoccupation. Dans son rapport de 2009 sur les agences de notation, elle s'est ainsi prononcée en faveur d'un examen de l'usage des notations dans la réglementation financière et a encouragé les investisseurs « à effectuer leurs propres diligences et analyses de crédit afin de réduire la dépendance de leur politique d'investissement aux notations, notamment lorsque cette dernière concerne des produits complexes »¹¹⁷⁹.

La doctrine partage largement l'idée selon laquelle il convient de réhabiliter la conscience par les acteurs eux-mêmes des risques qu'ils prennent¹¹⁸⁰. M. André Prüm écrit ainsi : « l'une des leçons que l'on doit tirer de la crise c'est que les investisseurs, même les plus sophistiqués, accordent un crédit beaucoup trop important aux notations, comme la Commission européenne l'a d'ailleurs elle-même reconnu (Commission: Tackling the problem of excessive reliance on ratings). Plutôt que de fonder leurs décisions sur des évaluations pour lesquelles les agences refusent catégoriquement toute responsabilité, même en cas d'erreur d'appréciation grossière, mieux vaudrait que les investisseurs apprennent et s'efforcent de se forger leur propre jugement sur la valeur des titres qu'ils acquièrent »¹¹⁸¹. Pour M. Thierry

¹¹⁷⁸ V. notamment directive 2013/36/UE, préc., art. 77. Adde les considérants 70, 71 et 72 de la directive, selon lesquels les établissements ne doivent utiliser les notations de crédit externes que dans la mesure nécessaire et ne doivent pas se fonder mécaniquement ou exclusivement sur elles, mais les prendre en compte comme un facteur d'appréciation parmi d'autres.

¹¹⁷⁹ V. rapport 2009 de l'AMF sur les agences de notation, 9 juill. 2010, piste de réflexion n° 2, p. 11.

¹¹⁸⁰ V. X. Musca, *Leçons des turbulences sur les marchés financiers : mieux responsabiliser les différents acteurs*, in *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, Association d'économie financière, 2008, p. 55, spéc. p. 61. Adde F. Lacroix, *L'échec des dispensateurs de confiance*, RBDF, 2009, n° 1, étude 5, n° 44 : « en recherchant le produit d'investissement miracle (notation élevée, absence de risque et rendement supérieur aux taux du marché) et en accordant un crédit excessif aux dispensateurs de confiance (et au premier chef, les agences de notation) sans procéder à sa propre analyse des risques, l'investisseur n'a-t-il pas, d'une certaine façon, commis une faute ayant concouru à la production du dommage qu'il prétend avoir subi ? ».

¹¹⁸¹ A. Prüm, *Les agences de notation dans la ligne de mire des politiques*, RBDF, janv.-févr. 2009, p. 1, estimant également que le régime européen d'enregistrement et de surveillance risque à cet égard de donner un signal de reconnaissance pervers et d'encourager encore plus les investisseurs à faire confiance aux agences bénéficiant de ce nouveau label officiel, et au contraire de décourager encore plus l'arrivée de nouveaux acteurs dans un secteur particulièrement oligopolistique, alors qu'une amélioration de l'indépendance des agences et de la qualité et de la transparence de la notation ne peut venir que de la pression de nouveaux concurrents. V., dans le même ordre d'idées, S. Rousseau, *Agences de notation et crise financière : quel rôle pour la régulation ?*, in *Défis actuels en droit financier*, dir. A. Couret et C. Malecki, Lextenso, 2010, p. 297, qui estime que le nouveau régime européen crée un fardeau réglementaire trop imposant, qui ne laisse pas de place suffisante à la régulation par les mécanismes marchands (concurrence, réputation). Cet auteur plaide pour un « modèle fondé sur la divulgation », selon lequel les agences seraient tenues d'indiquer dans quelle mesure elles se conforment aux dispositions des codes de bonne conduite, ainsi que d'informer sur leur processus de notation, sous la surveillance du régulateur, ce qui permettrait aux participants du marché de disposer de renseignements pertinents pour juger de la valeur et de la signification des notes. V. également du même auteur, *Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-based Model*, 617 *McGill L.J.* (2006).

Bonneau, « *l'indépendance des agences de notation, et donc la valeur des notations, est souvent discutée en raison du système "émetteur-payeur" et parce que les agences sont sous le contrôle d'actionnaires privés. On pourrait alors être tenté de prôner la mise en place d'autres systèmes comme le système "investisseur-payeur" ou l'instauration d'une agence de notation publique. Aucun système n'est toutefois parfait. Et ce qui compte finalement, c'est tout d'abord que les investisseurs ne perdent pas leur capacité d'analyse – les agences de notation ne sont pas des dieux vivants – et ensuite que les dirigeants et les personnels des agences de notation aient les qualités nécessaires à leur activité. On le sait toutefois : ni la compétence, ni l'honnêteté, ni l'indépendance ne se décrètent* »¹¹⁸². De la même façon, aux Etats-Unis, M. Lawrence White fait observer que le marché obligataire est essentiellement un marché d'investisseurs institutionnels, qui sont pour une bonne part en mesure d'évaluer eux-mêmes la solvabilité des émetteurs, et ce d'autant plus que les banques d'investissement comptent beaucoup d'analystes financiers spécialisés dans le marché des titres de dette (« *fixed-income analysts* »), qui émettent des recommandations quant à ces titres. Estimant que ce sont les pouvoirs publics qui ont conduit les investisseurs institutionnels à se reposer

¹¹⁸² Th. Bonneau, *Coup de projecteur sur les agences de notation*, JCP E, n° 46, 17 nov. 2011, act. 601. Du même auteur, rapport de synthèse, in *La notation d'entreprise*, op. cit., p. 204 : « *il nous semble toutefois que la notation ne doit pas devenir un "dieu vivant" derrière lequel les acteurs comme les autorités se réfèreraient sans prendre le recul suffisant. Car cette notation, quel qu'en soit l'objet, n'est qu'humaine et ne doit pas devenir le paravent de ceux qui fuient leurs responsabilités* ». Adde A. Dimitrijevic, *La place des agences de notation au sein du système financier*, Revue française de Finances Publiques, 1^{er} févr. 2012, n° 117, p. 187 : « *au cours des dernières années, les régulateurs et les pouvoirs publics ont ancré la notation dans les réglementations prudentielles, notamment à travers Bâle II (et maintenant Bâle III et Solvency II), conduisant ainsi de nombreux acteurs des marchés obligataires à établir leur stratégie d'investissement en se fondant sur une utilisation mécanique des notations. De ce fait, un changement de note peut conduire à des cessions plus ou moins automatiques de titres, et induire un impact surdimensionné par rapport au message effectivement délivré par l'agence à travers un changement de note. Ces effets d'entraînement sont dommageables car ils ne reflètent pas les nuances de risque mesurées par l'échelle des notes qui comprend 23 niveaux. Par ailleurs, les agences apprécient la solvabilité à long terme d'un emprunteur, et non d'autres composantes de la décision des investisseurs telles que la liquidité ou la volatilité d'un titre. On voit bien ici que les limites de la notation proviennent essentiellement du caractère inapproprié de leur utilisation. Il serait donc souhaitable de retirer de la réglementation toute référence aux notations, ou a minima d'introduire d'autres paramètres d'évaluation, afin de permettre aux investisseurs de traiter les notations comme une information certes importante, mais également comme une opinion parmi d'autres* » ; J.-F. Briard, *Les agences de notation de crédit*, JCP E, n° 27, 7 juill. 2011, 1524 : « *il faut inciter les acteurs de marché à prendre mieux conscience des risques qu'ils prennent eux-mêmes et donc les obliger à se faire leur propre jugement sur ces risques. L'AMF y a beaucoup insisté, l'avenir est certainement là et dans ce domaine aussi le droit a son rôle à jouer* ». V. également D. Karyotis, *La notation financière : une nouvelle approche du risque*, préf. F. Veverka, Revue Banque, 1995, p. 120, estimant que la notation ne doit être qu'un élément d'appréciation pour l'investisseur qui doit évaluer lui-même l'émetteur et donc son risque de contrepartie, les caractéristiques de l'émission (montant, durée, taux, conditions de rachat anticipé de l'emprunt), la liquidité du marché (et notamment la présence d'investisseurs étrangers) et des titres. Il indique ainsi, à propos de la liquidité des titres, qu'elle est « *un facteur aussi déterminant, dans le choix d'investissement, que la notation. L'investisseur recherche prioritairement des titres dont il pourra se séparer facilement et dans de bonnes conditions, par conséquent, il évite d'"être collé"* ».

sur les notations en leur donnant un caractère réglementaire, il encourage ces investisseurs à retrouver leur capacité d'appréciation du risque¹¹⁸³.

479 - **La contrariété entre l'objectif de responsabilisation des investisseurs et l'instauration d'un régime spécial de responsabilité civile.** Nous considérons également, pour notre part, cet objectif de responsabilisation des investisseurs et donc de désintoxication à la notation comme majeur, au regard à la fois de la protection desdits investisseurs et du marché. Il apparaît clair également qu'en octroyant un pouvoir quasi institutionnel aux agences de notation, les pouvoirs publics ont poussé les investisseurs à s'en remettre mécaniquement aux notations de crédit, sans procéder à leur propre analyse. Dans ces conditions, on ne peut que craindre l'effet, probablement encore plus dévastateur, qu'aurait à cet égard la mise en place d'un régime spécial de responsabilité civile, qui indemniserait tous les investisseurs ayant réalisé des transactions sur les titres dont l'élaboration de la notation a été fautive, sans qu'ils aient à rapporter la moindre preuve de l'impact de cette faute sur la notation ni de celui de la notation sur leur décision d'investissement. Il aboutirait en effet à faire jouer aux agences de notation un rôle d'assureur garantissant les investisseurs contre leurs pertes éventuelles, de sorte que ceux-ci, n'ayant plus à supporter l'aléa boursier, se trouveraient d'autant plus incités à ne se fier qu'à la notation¹¹⁸⁴.

On ne peut que regretter, de ce point de vue, l'incohérence des autorités européennes qui, d'un côté, veulent diminuer l'influence des notations et, de l'autre, faciliter la mise en cause de la responsabilité civile des agences qui les produisent¹¹⁸⁵. On notera toutefois qu'elles se sont bien gardées d'imposer un véritable régime spécial en la matière, comme elles ont pu le faire en droit de la concurrence par exemple, et se sont contentées de renvoyer au droit national. Cette absence de volontarisme est sans doute l'illustration de la contradiction intrinsèque qui existe entre le fait de vouloir à la fois indemniser les investisseurs pour les fautes commises par les agences dans le processus de notation, et les responsabiliser dans

¹¹⁸³ L.J. White, *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation is a Better Response*, *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010. *Contra* J.C. Coffee, Jr., *The Good, the Bad, and the Ugly*, *Columbia Law and Economics, Working Paper No. 359*, sept. 2010, disponible sur SSRN, estimant que les investisseurs, même institutionnels, ne peuvent pas évaluer eux-mêmes la solvabilité des titres structurés.

¹¹⁸⁴ V. également T.M.J Möllers & C. Niedorf, art. préc., p. 361 et 362, se demandant si l'instauration d'un régime de responsabilité est la meilleure solution envisageable, sachant qu'elle risque d'accroître la dépendance des investisseurs à la notation.

¹¹⁸⁵ V. notamment, à cet égard, H. Edwards, *CRA 3 and the liability of credit rating agencies: inconsistent messages from the regulation on credit rating agencies in Europe*, *Law and Financial Markets Review*, juill. 2013, p. 186.

l'utilisation de ces notations. En effet, la mise en œuvre d'une responsabilité civile effective des agences va mécaniquement conduire à une plus grande indemnisation des investisseurs, mais, parce qu'elle nécessitera la mise en place d'un régime spécial fortement dérogatoire au droit commun, elle va aussi profondément les déresponsabiliser vis-à-vis de ce qui reste, faut-il le rappeler, qu'une opinion prévisionnelle, approximative et relative. Et ce sur des marchés dominés par le risque et où la responsabilisation peut donc s'avérer la meilleure des protections.

Enfin, comme on a pu déjà l'observer à propos de l'information délivrée par les émetteurs, certains auteurs appellent à une plus grande mise en cause de la responsabilité civile des agences de notation, non pas pour des motifs de réparation, mais de dissuasion. M. Matthias Lehmann, par exemple, estime que le véritable objectif d'un régime de responsabilité civile en la matière consiste non pas à indemniser les investisseurs, mais à dissuader les agences de notation ; cet objectif justifie, selon lui, un transfert du risque boursier de l'investisseur à l'agence qui, autrement, serait contestable¹¹⁸⁶. Ici encore, nous ne partageons pas ce point de vue. D'une part, parce qu'en soi il instrumentalise la responsabilité civile à des fins de peine privée, et d'autre part, parce qu'il le fait au détriment de la responsabilisation, pourtant fondamentale, des investisseurs, et ce afin de privilégier celle des agences, alors même que celle-ci peut déjà être atteinte par la voie des sanctions administratives prononcées par l'AEMF¹¹⁸⁷.

b - La nécessité d'une intermédiation informationnelle publique

480 - La réduction des asymétries informationnelles par les agences de notation. Si aujourd'hui l'un des objectifs majeurs de la législation est de diminuer la dépendance des investisseurs à la notation et de les inciter à développer leur propre analyse, il reste que les agences de

¹¹⁸⁶ M. Lehmann, art. préc., p. 4., Adde E. Weemaels, art. préc., spéc. p. 125, axant sa réflexion sur le « rôle de prévention et de contrôle naturel » de la responsabilité civile ; J.C. Coffee, Jr., *The Good, the Bad, and the Ugly*, *Columbia Law and Economics, Working Paper No. 359*, sept. 2010, disponible sur SSRN, p. 28, estimant que le but de la responsabilité civile des agences de notation doit être la dissuasion et non la réparation.

¹¹⁸⁷ On notera par exemple que le Conseil des superviseurs de l'AEMF a prononcé un blâme à l'encontre de Standard and Poor's pour avoir adressé par erreur à ses clients un courrier électronique annonçant la dégradation de la note attribuée à la dette de la France (*ESMA, Decision of the board of supervisors, ESMA/2014/544, 20 mai 2014*). V. A. Gaudemet, *Agences de notation : le régulateur européen affirme son pouvoir de sanction*, RDBF, juill. 2014, n° 4, comm. 155, observant que si le blâme est la sanction la plus légère à la disposition du régulateur européen, il a toutefois valeur de symbole, l'AEMF ayant clairement indiqué aux agences qu'elle entendait utiliser son pouvoir de sanction.

notation assurent encore une mission essentielle au sein des marchés financiers et répondent à un besoin des investisseurs. En effet, par leur rôle d'intermédiaire informationnel public, elles délivrent au marché une opinion aisément assimilable qui synthétise une grande masse d'informations, dont des informations internes à la société et confidentielles, et permettent de réduire les asymétries informationnelles entre émetteurs et investisseurs, et entre les investisseurs eux-mêmes. Les notations contribuent ainsi à l'efficience informationnelle. Elles diminuent le coût de l'information pour les investisseurs, auxquelles elles offrent, généralement gratuitement, une mesure du risque de crédit à travers un standard universel permettant la comparabilité. Elles augmentent également la capacité de financement des sociétés, en rendant possible la désintermédiation bancaire. Elles permettent enfin au marché de s'adapter aux changements de l'industrie financière, qui accroissent l'asymétrie informationnelle (notamment la globalisation, qui a multiplié les émetteurs accessibles pour les investisseurs, et l'innovation financière en matière de produits structurés)¹¹⁸⁸. MM. Jean-Pierre Mattout et Stéphane Mouy considèrent ainsi la notation comme un « *élément structurant du marché* » : « *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 ; les émetteurs y voient le moyen de crédibiliser leur position vis-à-vis des investisseurs, de réduire le coût de leur endettement, d'accroître la visibilité de leurs titres et d'élargir le nombre des investisseurs susceptibles de s'intéresser à leurs titres* »¹¹⁸⁹.

¹¹⁸⁸ J.-M. Moulin, *Conflits d'intérêts chez les agences de notation*, Bull. Joly Bourse, déc. 2008, n° spécial, p. 580, qui les voit comme des « *acteurs incontournables* » des marchés financiers. Adde J.-P. Mattout et S. Mouy, art. préc. : « *le rôle de la notation est étroitement lié à celui joué par les titres financiers dans le financement de l'économie. Plus celui-ci est important, plus l'analyse synthétique du risque de crédit qu'offre la notation répond à un besoin des investisseurs. Par contagion, l'influence de la note va s'étendre bien au-delà du marché financier et atteindre toute source de financement. Ainsi, dans une économie où la désintermédiation bancaire gagne du terrain, la notation fournit aux intervenants non spécialisés une grille simple de reconnaissance et de comparaison, applicable internationalement* » ; F.-M. Laprade, *L'indépendance de l'opinion*, in *Dossier Conflits d'intérêts en droit financier*, préc., p. 37 : « *compte tenu de l'importance cruciale de l'information financière pour évaluer les instruments financiers qu'elles émettent (marché primaire) ou qu'elles ont émis (marché secondaire), les sociétés cotées sont obligées de communiquer au public tout fait significatif les concernant (en plus des publications périodiques en matière comptable et des prospectus accompagnant de nouvelles levées de fonds), ce qui 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. L'intervention de ces professionnels (analystes financiers, experts indépendants et agences de notation) est par conséquent essentielle au bon fonctionnement du marché boursier, car 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), avant d'être utilisée par les acheteurs et les vendeurs (dans le cadre de transactions conclues à un prix qui résultera de la rencontre "éclairée" entre l'offre et la demande)* ».

¹¹⁸⁹ J.-P. Mattout et S. Mouy, art. préc.

Le rôle des agences de notation devient d'autant plus crucial que l'on assiste aujourd'hui à un fort développement du marché de la dette, tenant « *à la nécessité, tant pour les Etats (et les collectivités locales ou entreprises publiques associées) que pour les entreprises privées (financières comme non financières), de recourir de plus en plus massivement à l'endettement pour financer à la fois les dépenses publiques et le développement de leurs activités dans un contexte de raréfaction de l'investissement en capital* »¹¹⁹⁰. Et ce d'autant que ce marché s'est largement internationalisé, puisque près des deux-tiers de la dette obligataire est désormais détenue par des non-résidents, et que « *ce financement de l'économie par recours à l'endettement est une tendance de long terme qui ne semble pas devoir se tarir* »¹¹⁹¹. En outre, selon M. Jean-Pierre Moulin, les analyses qu'effectuent régulièrement les agences, visant à comparer les notes émises avec les défauts avérés et à apprécier la stabilité de leurs notes, révèlent une forte corrélation entre les notes et la probabilité de défaut, et des taux de stabilité relativement élevés, ce qui constitue un gage de fiabilité de la notation (même si cette stabilité se fait parfois au prix d'une réactivité trop faible). Pour cet auteur, ces éléments confirment ainsi le caractère véritablement prédictif de la notation¹¹⁹². L'on notera enfin qu'au niveau européen, l'AEMF rend publiques sur son site internet des données harmonisées sur les performances des agences, ainsi que l'ensemble des notations.

481 - **La contrariété avec l'instauration d'un régime spécial.** Il apparaît, dans ces circonstances, assez évident que les investisseurs et le marché ne sont pas encore prêts à se passer de la notation. S'il est fondamental que les investisseurs procèdent à leur propre analyse et ne se fient pas qu'à la notation, celle-ci restera, en tout état de cause, un facteur important dans leur décision, et ce y compris pour les investisseurs institutionnels, qui ne disposent pas de toutes les informations auxquelles ont accès les agences. En outre, la suppression des références

¹¹⁹⁰ J.-M. Moulin, *Vingt ans d'agence de notation de crédit*, Bull. Joly Bourse, 2012, n° 12, p. 576. Il cite des chiffres éloquentes, tirés de la Banque centrale européenne : « *l'encours total des obligations en zone euro était d'environ 2 500 milliards en janvier 1990, de près de 5 800 milliards en janvier 1998 et de 16 615 milliards d'euros au début de l'année 2012. Et si les Etats représentent plus du tiers de la somme totale et les institutions financières plus de la moitié, les entreprises non financières ont fait appel, sur la même période, de plus en plus massivement au marché obligataire ; si, pour ces dernières, les encours de prêts bancaires s'élèvent à 4 720 milliards d'euros au dernier trimestre de l'année civile 2011 et représentent encore cinq fois le volume de l'encours obligataire (868 milliards d'euros) il y a lieu de noter cependant que depuis 1998 ce dernier montant a presque triplé là où l'encours de prêts n'a qu'à peine doublé* ».

¹¹⁹¹ *Ibid.* V. également le rapport n° 598 fait au Sénat au nom de la mission commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation, par F. Espagnac et A. de Montesquiou, juin 2012, p. 19 et s., relevant « *le financement privilégié de l'économie et des Etats par des marchés obligataires mondialisés* », ce qui rend incontournable le rôle des agences de notation, au moins à court terme.

¹¹⁹² J.-M. Moulin, *ibid.*

réglementaires à la notation est un processus de long terme¹¹⁹³. Aussi, bien que nous l'appelions de nos vœux, la désintoxication n'est-elle pas encore pour demain... Il apparaît donc essentiel que les agences continuent d'exercer leur fonction d'intermédiation informationnelle publique.

Or, il nous semble à cet égard que la mise en place d'un régime spécial de responsabilité civile, fortement dérogatoire au droit commun afin d'assurer un traitement de faveur aux investisseurs, risque de décourager les agences à exercer leur mission, d'autant plus que les notations sont généralement délivrées gratuitement. Si un tel régime était effectivement mis en place, elles pourraient être en effet condamnées à payer des dommages-intérêts considérables à des investisseurs n'ayant subi aucun préjudice en lien avec la faute commise, soit parce celle-ci n'aurait pas eu d'impact sur la notation, soit parce que lesdits investisseurs n'auraient pas utilisé de manière raisonnable la notation. Elles pourraient se trouver dans l'incapacité financière d'assumer de telles condamnations, y compris en faisant jouer leurs polices d'assurance. Aux Etats-Unis, un certain nombre d'auteurs a d'ailleurs mis en évidence le risque d'une responsabilité excessive pesant sur les agences, qui pourrait les inciter à limiter le nombre d'émetteurs couverts¹¹⁹⁴, et à ne plus noter que les produits les moins risqués¹¹⁹⁵. En outre, l'instauration d'un tel régime pourrait encore davantage décourager le développement de la concurrence dans un secteur déjà particulièrement oligopolistique. Les agences pourraient enfin trouver particulièrement injuste d'être soumises à un régime de responsabilité civile aussi rigoureux, alors même que ce sont les pouvoirs publics eux-mêmes qui ont, en grande partie, incité à une dépendance excessive des investisseurs à la notation en leur confiant un rôle quasi institutionnel. Elles pourraient légitimement avoir l'impression d'être prises comme boucs émissaires par un Etat qui s'est largement défaussé sur elles de sa mission, alors qu'elles n'étaient que des organismes privés émettant une opinion. Elles

¹¹⁹³ V. notamment rapport n° 598 fait au Sénat, p. 68, observant que « *la notation est un point de passage mécanique imposé par les pouvoirs publics et les investisseurs sans alternative crédible à court terme* ».

¹¹⁹⁴ V. A.R. Pinto, art. préc., p. 355.

¹¹⁹⁵ V. J.C. Coffee, Jr., art. préc., p. 28. On notera d'ailleurs que sur le marché primaire américain, les agences ont refusé, à la suite de l'admission par le *Dodd-Frank Act* de leur qualité d'expert au titre de la section 11 du *Securities Act* de 1933, que leur notation apparaisse dans les documents d'enregistrement des produits adossés à des actifs pour préserver leur responsabilité. La SEC a dû émettre, en date du 23 novembre 2010, une *no-action letter* les exemptant de leur responsabilité administrative en la matière pour que le marché puisse continuer de fonctionner (<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2010/ford072210-1120.htm>). V., à ce sujet, S. Harper, art. préc., p. 1964 et s.

seraient ainsi tenues seules d'assumer une responsabilité qui, en vérité, est collective et concerne tous les participants au marché.

Il est vrai toutefois que la rigueur du régime spécial pourrait être adoucie soit en prévoyant un plafonnement des dommages-intérêts, soit en limitant les fautes couvertes au titre dudit régime spécial. Mais ces solutions présentent, elles aussi, des inconvénients ou des limites. S'agissant du plafonnement, il reste à en définir les modalités, ce qui s'avère délicat. S'il est fixe, l'on craint qu'il soit indolore pour les grosses agences, ce qui les favoriserait au détriment des plus petites. S'il est variable, calculé soit à partir des revenus ou du chiffre d'affaires annuel de l'agence, soit à partir des honoraires payés par l'entité notée, il risque également de favoriser les plus grandes agences, davantage susceptibles d'être condamnées à de lourdes sommes et considérées comme plus solvables par les investisseurs¹¹⁹⁶. En outre, le plafonnement en fonction des honoraires risque d'inciter les investisseurs à s'en remettre encore plus à la seule notation dans le cas des produits structurés, pour lesquels les honoraires négociés sont bien plus importants, alors que c'est dans ce domaine qu'on souhaite le plus réduire leur dépendance. S'agissant de la limitation du régime à certaines fautes les plus graves (utilisation d'informations erronées ou d'une méthodologie inappropriée, conflits d'intérêts), elle risque d'avoir peu d'effet car ce sont, par nature, principalement ces fautes-là qui sont susceptibles de causer un préjudice aux investisseurs.

Diverses propositions ont été avancées ces dernières années pour tenter d'améliorer la notation (création d'une agence européenne, augmentation de la concurrence, sélection au hasard d'une agence de notation par le régulateur pour noter une entité déterminée, retour au système de l'*investisseur-payeur*, « *noter les notateurs* »¹¹⁹⁷, etc.), sans que pour l'instant aucune n'arrive à s'imposer. Ce n'est en tout cas pas la voie de la responsabilité civile qu'il faut, selon nous, privilégier pour atteindre cet objectif, car elle aura plutôt tendance, pour les raisons que nous venons d'évoquer, à décourager les agences à exercer leur mission, qui reste pour l'instant indispensable, ce qui mettrait en péril et la protection des investisseurs et l'intérêt du marché.

¹¹⁹⁶ V. notamment M. Lehmann, art. préc., p. 9 et 10.

¹¹⁹⁷ V. notamment B. du Marais et Ph. Frouté, *Le droit, les agences de notation et la crise du crédit*, Revue d'économie financière, hors-série 2008, p. 1.

2 - Une indemnisation résiduelle par application du droit commun

482 - **Application résiduelle du droit commun.** Si le droit commun peut trouver à s'appliquer à certaines situations (a), celles-ci devraient rester relativement exceptionnelles de sorte que l'indemnisation éventuellement accordée ne revêtira qu'un caractère résiduel (b).

a - Application du droit commun

483 - **Application du droit commun dans certaines situations.** Il demeure, malgré tout, des situations où le droit commun pourrait probablement permettre d'indemniser certains investisseurs, dès lors que les conditions classiques de la responsabilité civile sont réunies. Il faut que la faute et son influence sur la notation, d'une part et, la prise en compte de la notation par l'investisseur, d'autre part, soient établies ou particulièrement probables. S'agissant du premier élément, on ne peut s'empêcher de penser à l'exemple fourni par la récente crise des *subprimes* : la dégradation brutale des notes de ces produits structurés est un indice particulièrement fort de l'existence d'une faute et de son effet sur la notation. Il se peut également qu'à l'occasion d'une sanction prononcée par l'AEMF, il apparaisse clairement que la faute commise ait entraîné une surnotation ou une sous-notation. S'agissant du second élément, comme l'a fort bien montré Mme Anastasia Sotiropoulou¹¹⁹⁸, la notation s'avère, par nature, relativement déterminante dans deux situations. D'abord, pour les investisseurs institutionnels tenus de détenir dans leur portefeuille des titres présentant une note élevée¹¹⁹⁹ ; il est certain que si le titre en question avait présenté une notation moindre, l'investisseur ne l'aurait pas acquis. Ensuite, relativement aux titres pour lesquels la note attribuée est la principale, voire la seule source d'information pour les investisseurs. Tel était le cas notamment des produits structurés dans le cadre de la crise des *subprimes*, pour lesquels seule la notation des agences était disponible sur le marché : il est fort probable que ces titres n'auraient pas été acquis s'ils avaient été correctement notés. Il apparaît ainsi que dans ces deux hypothèses, l'investisseur est en mesure d'apporter la preuve de la causalité.

¹¹⁹⁸ V. A. Sotiropoulou, art. préc., n° 22 et s.

¹¹⁹⁹ V. J.-M. Moulin, *Conflit d'intérêts chez les agences de notation*, Bull. Joly Bourse, déc. 2008, n° spécial, p. 580, indiquant que nombre d'investisseurs institutionnels ne peuvent investir les capitaux qu'ils collectent que dans des produits notés triple A ou classés en catégorie d'investissement.

484 - **Montant de l'indemnisation.** L'évaluation n'apparaît alors guère problématique : étant donné que la faute est tenue pour déterminante des décisions d'investissement prises, c'est en principe la totalité des pertes qui doit être indemnisée. S'agissant des investisseurs institutionnels, ils peuvent être confrontés à deux situations. En cas de surnotation par l'agence, on peut considérer qu'à défaut, ils n'auraient pas acquis les titres et doivent donc être indemnisés de la moins-value réalisée au jour où ils ont été contraints de céder les titres du fait de la rectification de la notation à la baisse. En cas de sous-notation, on peut imaginer que des investisseurs institutionnels ayant préalablement acquis les titres alors qu'ils étaient encore bien notés, se sont trouvés contraints, à tort, de les revendre au jour de la diffusion de la sous-notation ; le préjudice doit donc encore être égal à la moins-value éventuellement réalisée au jour de la cession due à la diffusion de la sous-notation¹²⁰⁰. On relèvera toutefois que si, c'est seulement en raison de ses statuts internes et non de la réglementation étatique, que l'investisseur institutionnel est tenu de détenir des titres présentant une notation suffisamment élevée, le juge pourrait éventuellement être amené à réduire l'indemnisation accordée à raison de la faute de la victime. Il pourrait considérer en effet qu'il n'est pas raisonnable, pour un investisseur institutionnel, de prévoir statutairement de ne se fier qu'aux notations externes au regard de ses décisions d'investissement, sans procéder à sa propre analyse.

S'agissant des investisseurs ayant investi dans des produits structurés pour lesquels seule la notation était disponible, le raisonnement est identique : étant donné qu'ils n'auraient pas acheté à défaut de surnotation, ils doivent être indemnisés de la totalité de la moins-value réalisée¹²⁰¹. Il nous semble toutefois que, dans ce cas, le juge pourrait réduire l'indemnisation accordée à proportion de la faute de la victime. En effet, il n'est guère raisonnable pour un investisseur d'investir dans des titres, dont il ne perçoit pas précisément la consistance, sur la seule foi d'une note, et ce d'autant qu'elle n'est qu'une opinion prévisionnelle. S'il s'agit d'un investisseur particulier, il aurait dû s'abstenir d'acheter un tel titre – ce qui est d'ailleurs généralement le cas, le marché des produits structurés étant essentiellement un marché de

¹²⁰⁰ Comp. A. Sotiropoulou, art. préc., n° 23, estimant qu'il faut alors recourir à la perte de chance étant donné que la cession aurait pu en tout état de cause intervenir. Ce recours à la perte de chance nous paraît inopportun dans la mesure où la sous-notation a en principe été déterminante de la cession.

¹²⁰¹ Comp. A. Sotiropoulou, art. préc., n° 23, retenant de préférence dans cette hypothèse un préjudice d'altération de cours, tout en relevant les difficultés de calcul y afférentes. Nous avons pour notre part expliqué pourquoi la réparation de ce type de préjudice devait, de manière générale, être écartée (cf. *supra*).

professionnels. S'il s'agit d'un investisseur institutionnel, il aurait dû procéder à sa propre analyse ou, à défaut de pouvoir le faire faute d'informations suffisantes, s'abstenir d'acheter. Il appartiendra au juge de fixer le montant de cette exonération.

b - Une indemnisation résiduelle

485 - **Une indemnisation limitée à des situations relativement exceptionnelles.** Ainsi, dans certaines situations particulières - dans lesquelles d'une part, l'influence de la faute sur l'opinion est manifeste, et d'autre part, l'effet sur la décision d'investissement peut être déduit de la qualité de l'investisseur ou de la disponibilité sur le marché des informations relatives aux titres concernés -, le droit commun de la responsabilité civile peut trouver à s'appliquer et permettre une indemnisation¹²⁰².

Toutefois, il faut bien voir que ces hypothèses devraient rester relativement exceptionnelles. D'une part, l'effet de la faute sur l'opinion ne sera généralement pas évident, et même si, comme nous l'avons dit, il est relativement probable dans certains cas (utilisation d'informations erronées, méthodologie inadaptée, conflits d'intérêts), il sera toujours difficile d'en rapporter la preuve. D'autre part, l'investisseur institutionnel n'est souvent tenu par la réglementation qu'à détenir des titres de la catégorie *investment grade* ; seul le passage dans la catégorie *speculative grade* – et non les dégradations au sein de la catégorie *investment grade* - pourrait alors justifier une décision d'investissement par l'application mécanique de la réglementation¹²⁰³. On répugnera, par ailleurs, à recourir à la théorie de la perte de chance, qui

¹²⁰² A. Sotiropoulou, art. préc., n° 22 et s.

¹²⁰³ Signalons toutefois ici qu'en Australie, dans une affaire très remarquée, « *ABN AMRO Bank NV v. Bathurst Regional Council* », la Cour fédérale australienne a condamné pour la première fois une agence de notation, Standard and Poor's, à payer des dommages-intérêts à des investisseurs (v. *ABN AMRO Bank NV v. Bathurst Regional Council (2014) FCAFC 65 (Bathurst Appeal)*). Les faits étaient les suivants : la banque ABN Amro avaient vendu en 2006 des titres complexes qualifiés de « *Rembrandt Notes* » - il s'agissait de « *CPDO* » (« *constant proportion debt obligations* ») - à des collectivités locales ; lesdits titres ayant perdu, deux ans plus tard, l'essentiel de leur valeur, les collectivités locales ont engagé la responsabilité civile de l'agence de notation en soutenant qu'elles avaient pris leur décision d'investissement en se fiant à la notation élevée accordée par Standard & Poor's (AAA). Les juges australiens ont notamment considéré que l'agence était tenue d'un devoir de diligence (« *duty of care* ») envers les investisseurs, étant donné qu'elle savait que sa notation était destinée à être transmise à une classe déterminée d'investisseurs (les collectivités locales) par ABN Amro afin d'influencer leur décision, que ladite notation constituait la seule information disponible relative à la solvabilité des titres pour lesdits investisseurs, et qu'ils étaient dans l'impossibilité de conduire eux-mêmes leur propre analyse. Les juges ont estimé également que l'agence a manqué à son devoir de diligence dans l'attribution de la note, en se fondant sur des prévisions bien trop optimistes et, en particulier, sur une volatilité trop faible, ce dont elle avait conscience. L'on retiendra de cette décision que l'argument d'une « *responsabilité illimitée* » (« *indeterminate liability* »), généralement opposé en *common law* à la reconnaissance d'un devoir de diligence envers l'ensemble du public dans le cadre du *tort* de négligence, n'a ici pas été retenu : si la Cour reconnaît que l'agence ne

n'est guère adaptée en cas d'information publique et est susceptible de conduire le juge, confronté à la multiplicité des demandes et à la difficulté de la tâche, à réparer une perte de chance abstraite, comme on l'observe en droit français. Enfin, comme il a été souligné, la prise en compte de la faute de la victime pourrait conduire à une exonération partielle de responsabilité de l'agence, notamment dans le cas où la notation était la seule information disponible.

- 486 - **Synthèse.** Les principaux objectifs du droit financier s'opposent à l'instauration d'un régime spécial de responsabilité civile des agences de notation. En effet, un tel régime, particulièrement dérogatoire au droit commun si on le souhaite efficace, aura pour conséquence de déresponsabiliser profondément les investisseurs et de porter atteinte à la fonction d'intermédiation informationnelle publique assurée par les agences de notation, mettant en péril à la fois la protection des investisseurs et l'intérêt du marché. En outre, le droit commun assurera une indemnisation résiduelle dans certaines hypothèses. Il reste que, faute de régime spécial, le droit de la responsabilité civile ne sera pas en mesure d'indemniser tous les préjudices de décision subis par les investisseurs. C'est regrettable, mais il faut l'accepter. C'est le prix à payer, au regard de la fonction réparatrice, dans le choix de politique juridique que nous opérons, pour sauvegarder les investisseurs et le marché.

Paragraphe 2 - Les analystes financiers

- 487 - **Limitation aux analystes financiers diffusant leurs travaux dans le public.** Compte tenu de notre champ d'étude – l'information publique défectueuse –, nous nous limiterons, dans le cadre de ce travail, aux analystes financiers qui diffusent leurs analyses dans le public. En effet, l'on distingue traditionnellement deux types d'analystes : les analystes situés du côté

connaissait pas l'identité précise des collectivités territoriales lors de la communication de la diffusion, elle souligne qu'elle savait que les produits étaient destinés à une catégorie « *déterminée* » d'investisseurs. L'on relèvera également que, s'agissant de la *reliance*, la Cour souligne que les collectivités territoriales ne sont pas dans la même situation que les autres investisseurs institutionnels, en ce que, si elles sont tenues légalement de détenir des titres présentant une notation suffisamment élevée, elles sont dans l'incapacité de mener leur propre analyse, ce qui les place en situation de « *vulnérabilité* ». Il est ainsi difficile, compte tenu des particularités de l'espèce, de mesurer la portée de cet arrêt. On précisera cependant qu'une autre action collective a été engagée en Australie contre Standard and Poor's par des collectivités locales, des églises et des associations pour avoir surnoté des produits titrisés – des « *CDO* » (« *collateralized debt obligations* ») – vendus par Lehmann Brothers. V. K. Deckert et J. Vujovic, RISF, 2015/1, p. 58 ; A.-L. Lee, *Credit rating agencies – do they adequately fulfill their gatekeeper role in debt capital markets?*, *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2015, p. 82, spéc. p. 88 et 89 ; B. McDonald, *The legal framework of claims against rating agencies in Australia*, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, juin 2013, p. 383.

acheteur, dits « *buy-side* », qui sont mandatés par les investisseurs eux-mêmes, qu'il s'agisse d'investisseurs individuels ou institutionnels tels que des fonds de placement collectif, et dont les analyses sont uniquement destinées à leur usage interne, sans vocation à être diffusées ; et les analystes, du côté vendeur, dits « *sell-side* », qui, à la demande des professionnels du marché (prestataires des services d'investissement et banques d'affaires essentiellement, exerçant des activités de placement, d'introduction en bourse et d'autres activités relatives à la vente de titres¹²⁰⁴), procèdent périodiquement à des analyses périodiques sur les émetteurs et les diffusent auprès du public. Enfin, même si son importance demeure encore faible, une analyse indépendante s'est développée, qui ne dépend ni des investisseurs ni des professionnels du marché, et qui peut être amenée à diffuser ses travaux dans le public¹²⁰⁵. Seules ces deux dernières catégories d'analystes font l'objet de notre étude.

488 - **Contexte.** Comme l'écrit M. Jean-Jacques Daigre, « *l'analyse financière est indispensable au bon fonctionnement d'un marché financier. Elle contribue à son efficience, c'est-à-dire à son information, condition de l'établissement du cours le plus juste. Aussi, sa qualité est elle essentielle, ce qui suppose son indépendance intellectuelle. Pendant longtemps, la réglementation boursière ne s'en est cependant pas préoccupée et l'activité d'analyse financière est restée une activité libre, mais le développement des marchés et de l'investissement de masse lancés par les privatisations de 1986, la mondialisation financière l'évolution libérale de la politique économique et la pression des affaires mettant en cause la loyauté des services de certaines banques d'affaires, l'ont conduite à intervenir* »¹²⁰⁶.

¹²⁰⁴ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 222.

¹²⁰⁵ V. A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 212. Il semble que les analystes financiers indépendants ne fournissent, pour l'essentiel, d'analyse qu'aux émetteurs de taille moyenne au sein du marché. En outre, les pouvoirs publics n'espèrent de véritable développement de l'analyse financière indépendante que du côté acheteur par les sociétés de gestion dont les besoins d'analyse sont importants et en augmentation, d'où la mise en place, conformément au rapport du groupe de travail présidé par Jean de Demandolx Dedons, *Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante sur le marché français*, 2005, disponible sur le site de l'AMF (désormais cité « *rapport Demandolx Dedons* »), du système de la commission à facturation partagée, selon lequel lorsqu'une société de gestion a recours à des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres, elle détaille la répartition entre les frais relatifs au service d'aide à la décision d'investissement et ceux relatifs au service d'exécution des ordres. En effet, jusqu'à présent, le service d'analyse était essentiellement fourni par le prestataire en charge de l'exécution des ordres qui ne détaillait pas au sein de leur commission les frais relatifs à l'analyse et ceux relatifs à l'exécution. Les pouvoirs publics espèrent ainsi une plus grande incitation des sociétés de gestion à s'adresser aux analystes financiers indépendants. Reste que les analystes financiers indépendants peuvent être amenés à fournir des analyses au public à la demande d'émetteurs de taille moyenne, ce pour quoi nous les avons inclus dans notre étude.

¹²⁰⁶ J.-J. Daigre, *Régulation de l'analyse financière indépendante*, RTDF, 2007, n° 3, p. 141.

Comme pour d'autres types de recherche, le problème central de l'analyse financière est qu'elle n'est pas directement rentable, ce qui explique la faiblesse de l'analyse financière indépendante. Aussi doit-elle être généralement financée par les professionnels du marché, prestataires de services d'investissement et banques d'affaires, qui souhaitent fournir un service supplémentaire à leurs clients ; il en résulte alors nécessairement un risque important de conflit d'intérêts entre l'analyste et son employeur et l'émetteur, objet de la notation¹²⁰⁷. Pourtant, la profession a été quasiment ignorée par les pouvoirs publics jusqu'à ce que l'éclatement de la « bulle internet » au début des années 2000 mette ce risque en lumière en révélant des pratiques telles que la publication d'une analyse favorable sur une société en contrepartie de la conclusion d'un contrat avec la banque d'affaires à laquelle appartenait l'analyste¹²⁰⁸. La crise a également mis en évidence le manque de réactivité des analystes financiers face à la dégradation de la conjoncture¹²⁰⁹. Ces dérives ont ainsi amené aussi bien des Etats¹²¹⁰ que les autorités européennes¹²¹¹ et les organismes internationaux¹²¹², à prendre conscience de la nécessité de réglementer la profession.

489 - **Réglementation de l'analyse financière**¹²¹³. Née dans les pays anglo-saxons, l'analyse financière a connu un fort développement en France à partir de 1953 lorsque les sociétés cotées ont été soumises à l'obligation de publier leurs comptes de résultat¹²¹⁴. Elle n'a toutefois été véritablement reconnue en France qu'en 1960 lors de la création de la Société française des analystes financiers (SFAF) et n'a fait l'objet d'une réglementation que très récemment, essentiellement sous l'impulsion du droit européen.

Si le Conseil des marchés financiers avait, dès mars 2002, posé les prémisses d'une réglementation applicable à l'analyse financière, celle-ci ne concernait que les professionnels

¹²⁰⁷ A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 213. Pour une analyse détaillée des différents conflits d'intérêts envisageables, v. M. Kloepfer Pelèse, *Analystes financiers et conflits d'intérêts*, Bull. Joly Bourse, déc. 2008, n° spécial, p. 573 ; D. Martin et L. Chekroun, *Le cadre juridique de l'analyse financière*, RTDF, 2008, n° 2 p. 37.

¹²⁰⁸ V. J.-P. Zimmerman, *Les analystes financiers*, Rev. sociétés, 2003, p. 741.

¹²⁰⁹ A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 213.

¹²¹⁰ Les Etats-Unis notamment ont adopté, dans le cadre de la loi *Sarbanes-Oxley*, entrée en vigueur le 30 juin 2002, diverses dispositions visant à structurer la profession et à lutter contre les conflits d'intérêts. V. notamment P.-H. Conac, *L'influence de la loi Sarbanes-Oxley en France*, Rev. sociétés, 2003, p. 839.

¹²¹¹ La Commission européenne a élaboré, dans le cadre d'un « forum group » mis en place en 2002 un document formulant différentes recommandations visant à lutter contre les conflits d'intérêts en matière d'analyse financière (v. Ph. Bissara, *Analyse financière et agence de notation*, Bull. Joly Bourse, 2004, p. 11).

¹²¹² L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs Mobilières (*OICV-IOSCO*) a également publié un document destiné à prévenir la survenance de conflits d'intérêts au sein de la profession d'analystes financiers (v. *Report on analyst conflicts of interest*, sept. 2003, disponible sur le site de l'*IOSCO*).

¹²¹³ Les développements suivants sont largement tirés de Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 222 et s.

¹²¹⁴ V. A. Couret, *Banques d'affaires, analystes financiers et conflits d'intérêts*, D., 2004, p. 335.

exerçant au sein d'un prestataire de services d'investissement, seuls soumis à la tutelle de cet organisme¹²¹⁵. Le législateur français a enfin, par la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003, consacré l'activité d'analyse financière et adopté les premiers éléments d'un statut général des analystes financiers¹²¹⁶. L'article L. 544-1 du Code monétaire et financier définissait ainsi l'activité : « *exerce une activité d'analyse financière toute personne qui, à titre de profession habituelle, produit et diffuse des études sur les personnes morales faisant appel public à l'épargne, en vue de formuler et diffuser une opinion sur l'évolution prévisible desdites personnes morales et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent* ». L'article L. 544-2 du même code posait un premier principe visant à protéger l'indépendance des analystes, en prévoyant que « *les dirigeants d'une entreprise doivent s'abstenir de toute initiative auprès des analystes financiers dont ils rémunèrent les services qui auraient pour objet ou pour effet de privilégier leurs intérêts propres, ou ceux de leurs actionnaires, au détriment d'une information sincère* ». Enfin, la tutelle de l'Autorité des marchés financiers était élargie à l'ensemble des analystes financiers, puisqu'il lui était attribué le pouvoir de fixer les conditions d'exercice et les règles de bonne conduite de la profession¹²¹⁷, et de sanctionner les manquements des analystes à leurs obligations professionnelles¹²¹⁸. L'AMF modifia ainsi son règlement général en 2004 pour y détailler le régime applicable à l'activité d'analyse et à ses acteurs, autour de la distinction entre les analystes financiers relevant d'un prestataire de services d'investissement et les analystes financiers n'en relevant pas.

Le dispositif a été largement revu à l'occasion de l'adoption de la directive MIF. Tout d'abord, la directive fait de « *la recherche en investissement ou l'analyse financière ou toute forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers* » un service auxiliaire aux services d'investissement¹²¹⁹, ce qui a pour conséquence de

¹²¹⁵ CMF, décision n° 2002-01 du 27 mars 2002 ; arrêté du 2 mai 2002 portant homologation du règlement général du Conseil des marchés financiers (JO du 5 mai 2002). V. notamment J.-J. Daigre, *Une nouvelle profession : analyste financier*, RDBF, juill.-août 2002, p. 175.

¹²¹⁶ V. notamment B. Le Bars, *Adoption d'un statut des services d'analyse financière et des agences de notation*, LPA, 14 nov. 2003, n° 228, p. 63 ; N. Rontchevsky et M. Storck, *Une tentative française de restaurer la confiance en matière financière : le volet financier de la loi n° 2003-706 de sécurité financière*, RTD com., 2003, p. 758, notant *in fine* la large place encore laissée à l'autorégulation par la loi de sécurité financière aux analystes financiers et agences de notation. Adde J.-J. Daigre, *L'analyse financière, une nouvelle activité réglementée*, préc.

¹²¹⁷ C. mon. fin., art. L. 621-7.

¹²¹⁸ C. mon. fin., art. L. 621-9 et L. 621-15, II.

¹²¹⁹ Directive MIF, annexe 1, section B, 5°.

soumettre les prestataires de services d'investissement, pour l'exercice de cette activité, aux règles de bonne conduite prévues à l'article 19 de ladite directive. Ensuite, les dispositions spécifiques à la recherche en investissement sont détaillées dans la directive 2006/73/CE portant mesures d'exécution de la directive MIF, et comprennent notamment la définition de l'activité et les exigences organisationnelles supplémentaires trouvant à s'appliquer lorsqu'une entreprise produit ou diffuse des travaux de recherche en investissements. Si le champ de la directive MIF est limité aux prestataires de services d'investissement fournissant ce service auxiliaire, cette limite doit toutefois être doublement relativisée, comme le font remarquer Thierry Bonneau et France Drummond¹²²⁰. D'une part, la plupart des analystes financiers entrent dans ce cadre, compte tenu du caractère restreint de l'analyse indépendante. D'autre part, si les analystes indépendants n'entrent pas dans le champ d'application de la directive MIF, celle-ci ne s'en désintéresse pas puisque la directive 2006/73/CE prévoit en son considérant 37 qu'« *il est souhaitable que les producteurs de cette recherche qui ne sont pas des entreprises d'investissement envisagent d'adopter des politiques et des procédures internes conçues pour assurer qu'ils se conforment aussi aux principes établis par la présente directive en vue de garantir l'indépendance et l'objectivité de cette recherche* »¹²²¹.

Le nouveau dispositif européen a été transposé, d'un point de vue législatif, par l'ordonnance du 12 avril 2007. D'une part, ce texte a introduit, à l'instar de la directive, les activités de recherche en investissement et d'analyse financière au sein des services connexes aux services d'investissement de l'article L. 321-2 du Code monétaire et financier, qui comprennent désormais « *la recherche en investissement et l'analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers* »¹²²², et a largement étoffé les règles de bonne conduite applicables aux analystes relevant d'un prestataire de services d'investissement. D'autre part, il a modifié la définition de l'activité en indiquant, à l'article L. 544-1 modifié du Code monétaire et financier, qu'il faut désormais entendre par « *recherche en investissements* » ou « *analyse financière* », « *des travaux de recherche ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments*

¹²²⁰ Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 222.

¹²²¹ L'on notera que la nouvelle directive et le nouveau règlement MIF du 15 mai 2014 ne modifient pas le droit européen en la matière.

¹²²² C. mon. fin., art. L. 321-2, 4°.

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 et pour lesquels les conditions suivantes sont remplies : 1° ces travaux ou informations sont désignés ou décrits par l'expression : "recherche en investissements" ou "analyse financière", ou sont autrement présentés comme une explication objective et indépendante du contenu de la recommandation ; 2° ils ne sont pas assimilables à la fourniture de conseils en investissement ; 3° ils sont effectués conformément aux dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ».

Ainsi, cette nouvelle définition pose désormais deux conditions à l'activité de recherche en investissements ou d'analyse financière – les deux termes devant désormais être tenus pour équivalents. Cette activité doit non seulement satisfaire une condition substantielle : recommander ou suggérer une stratégie d'investissement au public, c'est-à-dire diffuser une recommandation d'investissement dans le public (d'où il résulte que les conseils en investissements financiers personnalisés, non diffusés dans le public, ne peuvent entrer dans le champ de l'analyse financière) ; mais également une condition plus formelle : être désignée par l'expression de « *recherche en investissements* » ou d'« *analyse financière* », et être effectuée conformément aux dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

490 - **La responsabilité civile des analystes financiers.** La transposition de la directive MIF en droit français a maintenu, s'agissant de l'analyse financière proprement dite, la dualité de régime entre celle relevant d'un prestataire de services d'investissement et celle n'en relevant pas ; seules les dispositions applicables aux recommandations d'investissement elles-mêmes sont communes. Toutefois, que l'analyste relève ou non d'un prestataire de services d'investissement, l'examen de l'ensemble des obligations applicables à la profession révèle que celle-ci est gouvernée par deux principes directeurs majeurs : un principe d'objectivité dans l'élaboration de l'analyse, à travers l'indépendance des analystes par la prévention des conflits d'intérêts ; et un principe de loyauté dans la présentation de l'analyse, à travers des règles générales de présentation et une obligation de divulgation des conflits d'intérêts¹²²³.

¹²²³ Il faut noter que le dispositif législatif et réglementaire s'accompagne également de codes de déontologie mis au point par les associations professionnelles. V. notamment le Code de déontologie professionnelle de la société

Les obligations des analystes financiers se présentent ainsi sous un jour très proche de celui des agences de notation.

Il en va de même de leur responsabilité civile. En droit positif, l'on constate pareillement une quasi-absence de responsabilité civile (A). D'un point de vue théorique, le problème se pose, également, de manière similaire : il s'agit de savoir si l'on veut mettre en place un régime spécial de responsabilité civile permettant une indemnisation effective au profit des investisseurs, s'agissant d'une opinion prévisionnelle délivrée au marché. Les mêmes raisons, que celles évoquées précédemment pour les agences de notation, nous conduisent à préconiser le maintien dans le droit commun (B).

A - Une quasi-absence de responsabilité civile

- 491 - **Une quasi-absence de responsabilité civile, à l'instar des agences de notation.** Certaines différences existent toutefois entre analystes financiers et agences de notation. Si les analystes ont été fortement mis en cause à la suite de la crise de 2001, ils l'ont peu été lors de la crise des *subprimes* de 2009 ; cela a été l'inverse pour les agences de notation. En outre, la crise du début des années 2000 a surtout conduit à mettre en place une réglementation des analystes financiers, et non spécialement à chercher à développer leur responsabilité civile, contrairement à ce qu'il en a été de la crise de 2009 pour les agences de notation, pour lesquelles des régimes spéciaux de responsabilité civile ont été instaurés. La liberté d'expression est également moins invoquée s'agissant des analystes financiers que des agences de notation. Toutefois, ces différences ne viennent pas contredire l'essentiel : une quasi-absence de responsabilité des analystes financiers, à l'instar des agences de notation, en droit français (1) comme en droit américain (2)¹²²⁴.

française des analystes financiers (SFAF), version actualisée au 25 septembre 2008, disponible sur le site de cette association.

¹²²⁴ A notre connaissance, il en est de même en Allemagne et au Royaume-Uni. L'étude de ces droits étrangers ne présentait ainsi que peu d'intérêt au regard des analystes financiers.

1 - En droit français

492 - **L'affirmation d'un principe de responsabilité en jurisprudence.** Il faut bien constater qu'en droit français, les analystes financiers, qui relèvent à cet égard du droit commun, ne font l'objet de presque aucune action en responsabilité civile de la part des investisseurs. Aucune décision n'existe hormis celles rendues au cours des années 2000 dans l'affaire LVMH c. Morgan Stanley, et elles concernent la mise en cause par un émetteur et non par un investisseur. Le retentissement qu'a eu cette affaire et l'intérêt qu'elle présente, y compris pour les investisseurs, méritent cependant que l'on s'y arrête quelques instants.

Les faits, ayant pour décor l'industrie du luxe et pour contexte le conflit entre LVMH et Gucci, étaient les suivants. En 2002, la SA LVMH a assigné la banque Morgan Stanley¹²²⁵ en paiement de 100 millions d'euros de dommages-intérêts sur le fondement de l'article 1382 du Code civil, en faisant valoir plusieurs griefs. D'une part, d'un point de vue structurel, elle mettait en cause l'absence de muraille de Chine isolant le service d'analyse financière de la banque, ce qui était générateur de conflits d'intérêts. D'autre part, elle lui reprochait d'avoir systématiquement, à travers divers manquements, émis des analyses biaisées en sa défaveur afin de mettre en valeur la société Gucci qui était sa cliente. La banque rétorquait que ses analyses étaient non seulement objectives, mais également conformes à celles émises par d'autres analystes financiers, et que la SA LVMH cherchait, par cette action en justice, à se venger du rôle joué par Morgan Stanley, en qualité de banque conseil, dans l'échec de sa tentative de prise de contrôle sur Gucci. En date du 12 janvier 2004, le Tribunal de commerce de Paris donne raison à LVMH et condamne *in solidum* les deux sociétés de la banque Morgan Stanley à l'indemniser d'un préjudice moral, qu'il fixe à hauteur de 30 millions d'euros en « *usant de son pouvoir souverain* », et d'un préjudice matériel consistant dans la décote de ses titres et les frais de communication encourus par la société pour compenser l'atteinte à son image et devant être chiffré à l'issue d'une expertise. Commencant par rappeler que « *la structure de Morgan Stanley ne comportait pas de séparation stricte entre les services d'investissement et les services d'analyse financière* », ce qui avait donné lieu aux Etats-Unis à une transaction conclue avec la SEC par laquelle la banque s'était engagée à

¹²²⁵ Plus précisément, la société située à Londres (Morgan Stanley & Co International Ltd, soit Morgan Stanley UK) et celle située à New-York (Morgan Stanley Dean Witter Inc., soit Morgan Stanley US).

créer, pour 75 millions de dollars, un service d'analyse indépendant pour ses clients, il relève ensuite la multiplicité des fautes commises ayant eu pour effet de valoriser Gucci par rapport à LVMH¹²²⁶, et en conclut que « *Morgan Stanley a manqué gravement et à de multiples reprises à ses devoirs d'indépendance, d'impartialité et de rigueur et s'est rendue coupable d'un dénigrement à l'encontre de LVMH* », ce qui n'était « *pas admissible d'un professionnel de l'analyse financière de réputation mondiale, qui doit contrôler ses informations et les vérifier constamment, eu égard aux enjeux pour les investisseurs et les sociétés concernées* » et constitue une faute lourde. Il en déduit que, l'image de marque pour une société du secteur du luxe étant essentielle à son développement et à sa notoriété, l'opinion et les analyses financières d'une grande banque ont « *nécessairement* » eu un impact sur les sociétés et les analystes spécialisés, d'autant qu'elle ne s'était pas contentée d'analyser séparément LVMH, mais avait comparé les deux sociétés, vantant l'une et dénigrant l'autre¹²²⁷.

Cette décision a certes eu le mérite d'affirmer pour la première fois la responsabilité civile des analystes financiers ; toutefois, cette solution allait de soi puisque, compte tenu du principe général de responsabilité pour faute, il n'y avait pas de raison que ces acteurs jouissent d'une immunité spécifique. On est donc loin d'une quelconque « *consécration* », comme on a pu le lire ici ou là. Par ailleurs, ce jugement a largement été critiqué par la doctrine au regard de l'application de l'ensemble des conditions de la responsabilité civile, et soulevé la crainte des

¹²²⁶ Le tribunal relève notamment que le rapport mensuel d'analyse financière publié par la banque a fait état plus de 95 fois en 3 ans du fait qu'un des salariés ou administrateurs de la banque était administrateur de LVMH, ce qui pouvait induire en erreur un investisseur sur le degré de connaissance de LVMH par la banque et donner du crédit à ses analyses ; que dans un entretien accordé au *Financial Times* le directeur responsable des activités d'investissement de la banque pour l'Europe a indiqué des ratios d'endettement de LVMH obsolètes, sans que cela fasse l'objet d'une rectification et alors que cette déclaration s'accompagnait d'une mention brillante pour Gucci ; que la référence à des notations anciennes voilait des résultats en progrès et que la référence à la « *maturité* » du groupe laissait entendre que celui-ci ne pouvait désormais que décliner, justifiant ainsi une décote de 10 %, alors qu'une prime de 10 % était en revanche attribuée à Gucci ; qu'une information incomplète sur les activités de LVMH au Japon laissait planer un doute sur l'avenir du groupe, compte tenu de l'importance de ce marché ; que Morgan Stanley a émis des doutes sur le dynamisme du management de LVMH, notamment dans un entretien accordé au *Corriere della Serra* par Claire Kent, responsable du secteur du luxe et analyste vedette de Morgan Stanley, opinion que les faits ne semblent pas avoir confirmée.

¹²²⁷ T. com. Paris, ch. supplémentaire, 12 janv. 2004, SA LVMH c/ Sté Morgan Stanley & Co International Ltd et Sté Morgan Stanley Dean Witter Inc., RG n° 2002/093985 : Bull. Joly Bourse, mars 2004, n° 2, p. 185, note D. Schmidt ; JCP E, 12 mars 2004, n° 7, act. 33, note J.-J. Daigre ; A. Couret, *Banques d'affaires, analystes financiers et conflits d'intérêts*, D., 2004, p. 335 ; RTD com., 2004, p. 337, note N. Rontchevsky ; RDBF, mars-avr. 2004, n° 2, étude 100013, p. 131, chron. A. Pietrancosta ; J. Fanto et M. Milgrom, *Opinion d'outre Atlantique sur l'affaire Morgan Stanley/LVMH*, RDBF, mai-juin 2004, n° 3, prat. 100038, p. 226 ; Banque et droit, janv. 2004, p. 31, chron. H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; LPA, 28 avr. 2004, n° 85, p. 3, chron. de droit financier, note B. Le Bars ; entretien avec X. Boucobza, *Quand la justice s'interroge sur l'indépendance des analystes financiers*, LPA, 1^{er} mars 2004, n° 43, p. 4 ; Rev. sociétés, 2004, p. 297, note F.-L. Simon ; D., 2004, somm. p. 1800, obs. Y. Reinhard ; F. Leplat, *Lexbase Hebdo*, 29 janv. 2004, n° 105 ; G. Terrier, *Capital finance*, 12 févr. 2004, p. 10.

analystes financiers tant en France qu'à l'étranger¹²²⁸. S'agissant de la faute d'abord, le tribunal paraît faire preuve d'une sévérité excessive au regard des manquements relevés¹²²⁹, quand bien même ils sont le fait d'un professionnel. L'on appréciera en revanche que, pour le tribunal, la faute doit consister en un manquement au devoir d'indépendance, d'impartialité et de rigueur de l'analyste, voire à un dénigrement, ce qui confirme qu'en matière d'analyse financière, seul le processus d'élaboration de l'opinion, et non l'opinion elle-même, peut être fautif. La liberté d'opinion, le droit de critique et le droit à l'erreur, intrinsèques à l'activité d'analyse, sont donc préservés ; seul est sanctionné le défaut d'objectivité. On relèvera également avec intérêt que, si la réglementation aujourd'hui en vigueur n'était alors pas applicable, le tribunal n'hésite pas à caractériser la faute délictuelle au regard du comportement que l'on doit raisonnablement attendre d'un professionnel de l'analyse financière, eu égard aux enjeux pour les investisseurs et le marché. On regrettera toutefois la qualification de « *faute lourde* », qui pourrait laisser croire que seule une faute de cette gravité pourrait entraîner la mise en jeu de la responsabilité civile des analystes, en contradiction avec les articles 1382 et 1383 du Code civil. S'agissant de l'exigence de causalité, elle est purement et simplement écartée, le tribunal considérant que le préjudice s'infère « *nécessairement* » de la faute. On retrouve là la jurisprudence habituelle en matière de concurrence déloyale, ce que pouvait laisser présager la référence au « *dénigrement* ». On ne pourra toutefois que déplorer l'application de cette présomption de causalité et de préjudice, l'impact du soi-disant dénigrement de LVMH par la banque n'étant pas aussi évident que le tribunal le laisse entendre ; le Parquet notamment avait estimé que le délit de fausse information du public n'était pas caractérisé, faute de preuve précise et certaine que les opinions et informations délivrées étaient de nature à agir sur le cours. S'agissant, enfin, plus précisément du préjudice, outre le recours à la technique de la présomption, l'on constatera que la notion de préjudice moral conduit en fait, comme cela est assez courant en matière économique, à l'application d'une peine privée, d'autant que le tribunal avait qualifié la faute de « *lourde* », ce qui est normalement inutile, le *quantum* de la réparation ne dépendant en

¹²²⁸ V. notamment A. Pietrancosta, art. préc.

¹²²⁹ Pour plus de détails, v. notamment D. Schmidt, art. préc., considérant que le jugement part d'un postulat qu'il pose lui-même d'un manque d'objectivité des analyses de la banque, mais s'abstient de le démontrer *in concreto* s'agissant tant de la responsable du service d'analyse que des analyses elles-mêmes au regard de leur conformité avec l'opinion d'autres analystes. Il estime en revanche pertinent le reproche adressé par LVMH à Morgan Stanley, mais non retenu par le tribunal, de n'avoir pas mentionné les liens entretenus avec Gucci.

principe que de l'étendue du préjudice et non de la gravité de la faute. Conjuguée à l'importance des dommages-intérêts, on a pu voir, à juste titre, dans cette décision, une « *américanisation* » de la justice¹²³⁰.

Sans surprise, le jugement est profondément réformé en appel, par une décision particulièrement motivée. L'arrêt du 30 juin 2006 de la Cour d'appel de Paris confirme certes le jugement de première instance en ce qu'il a condamné la société Morgan Stanley UK¹²³¹ à indemniser LVMH d'un préjudice moral et d'un préjudice matériel, mais il en réduit considérablement la teneur et la portée¹²³². Avant d'aborder le fond du débat, la cour en délimite d'abord le champ en application du droit international privé, aussi bien au regard de la compétence de la juridiction française que de la loi applicable. Sur le premier point, faisant droit à un moyen soulevé par Morgan Stanley, elle ne se déclare compétente que pour les faits dont les préjudices ont été subis en France par la société LVMH elle-même (et non par ses filiales)¹²³³. Sur le second point, elle estime que la loi française est bien 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, soit la loi anglaise. Elle explique notamment que la directive 93/22/CE, alors en vigueur, ne consacre la compétence exclusive de l'Etat d'origine qu'au regard de l'organisation de l'entreprise d'investissement, ce dont il résulte que la loi française - et en particulier les règles de la responsabilité délictuelle - peut

¹²³⁰ V. notamment A. Couret, art. préc. *Adde* S. Schiller, *L'hypothèse de l'américanisation du droit de la responsabilité*, in Archives de Philosophie du Droit, t. 45, Dalloz, 2001, *L'américanisation du droit*, p. 177.

¹²³¹ La société Morgan Stanley US est en revanche mise hors de cause, aucune faute délictuelle ne pouvant lui être reprochée.

¹²³² CA Paris, 15^e ch. B, 30 juin 2006, RG n° 04/06308, Sté Morgan Stanley & Co International Ltd et Sté Morgan Stanley Dean Witter Inc. c/ SA LVMH, Juris-Data n° 2006-303479 : Bull. Joly Bourse, sept. 2006, n° 5, p. 594, note D. Schmidt ; RTD com., 2006, p. 875, note N. Rontchevsky ; RTDF, 2006, n° 1, p. 6 ; RDBF, nov. 2006, n° 6, étude 19, p. 51, note V. Magnier ; Banque et droit, juill.-août 2006, n° 108, p. 34, obs. H. de Vauplane ; D., 2006, AJ, p. 2241, obs. X. Delpéch ; Communication Commerce électronique, déc. 2006, n° 12, comm. 158, note C. Chabert ; RLDA, nov. 2006, n° 10, n° 553, note F. Martin Laprade ; RLDA, janv. 2007, n° 12, p. 84, note J.-M. Darrois ; RLDA, janv. 2007, n° 12, p. 87, note G. Terrier ; Droit et patrimoine, mars 2007, n° 157, p. 97, note J.-P. Mattout et A. Prüm.

¹²³³ Les appelantes ne remettaient pas en cause la compétence des juridictions françaises mais entendaient la limiter aux seuls préjudices subis en France. En effet, l'article 5-3 du règlement (CE) n° 44/2001 du 22 décembre 2000 offre à la victime la possibilité de déroger à la compétence du tribunal du siège social du défendeur en faveur de celle de la juridiction du « *lieu où le fait dommageable s'est produit ou risque de se produire* ». Cette option a cependant été strictement encadrée par la CJCE par un arrêt Fiona Shevill du 7 mars 1995, qui distingue deux hypothèses : soit la demanderesse saisit les tribunaux du lieu de l'événement causal, qui sont alors compétents pour connaître de l'entier préjudice ; soit elle saisit ceux du lieu où le dommage a été subi, mais uniquement alors pour la réparation du préjudice éprouvé dans leur ressort (CJCE, 7 mars 1995, aff. C-68/93, Fiona Shevill : JDI, 1995, p. 543, obs. A. Huet ; D., 1996, jurispr. p. 61, note G. Parléani ; Rev. crit. DIP, 1996, p. 487, note P. Lagarde). Compte tenu du fait que les analyses avaient été établies hors de France, Morgan Stanley estimait ainsi que, LVMH ayant saisi les tribunaux français, elle ne pouvait demander réparation que du préjudice subi en France, en raison de l'accessibilité des analyses par Internet au public français. La cour lui donne raison. V., pour plus de détails, C. Chabert, art. préc. ; A. Pietrancosta, art. préc.

s'appliquer en revanche au comportement de la banque. Elle ajoute par ailleurs que l'application des règles de la responsabilité civile ne réduit pas, au regard de l'article 49 du traité CEE, la liberté de prestation de services de la banque sur le territoire français, comme avait tenté de le suggérer Morgan Stanley, en ce qu'elles ne sanctionnent que des fautes éventuelles de comportement et non la violation de règles relatives à l'organisation¹²³⁴.

S'agissant du fond, la cour commence par énoncer les principes de responsabilité applicables au litige. Après avoir rappelé que la qualification de faute lourde n'entraîne aucune conséquence juridique particulière et écarté le débat relatif à la muraille de Chine, relevant de l'organisation de la banque et se trouvant par conséquent hors du cadre du litige, la cour indique que la connaissance des règles professionnelles de l'activité d'analyse contribue à l'appréciation de la faute. Elle admet toutefois à cet égard que, comme le fait valoir Morgan Stanley, les règles posées alors par le CMF n'étaient pas applicables à un prestataire étranger ayant une succursale ou une filiale en France produisant les analyses à l'étranger et organisant la diffusion de ces analyses depuis l'étranger, et que par conséquent seule la loi anglaise alors en vigueur pouvait trouver à s'appliquer. Elle constate cependant que les parties ne contestent pas l'application ni d'un principe de rigueur, d'objectivité, d'impartialité et de prudence, ni de la liberté d'opinion. Les parties s'accordent notamment sur le fait que l'analyste doit révéler les éléments susceptibles de limiter son indépendance, et notamment les éventuels conflits d'intérêts, ainsi qu'être en mesure de justifier le sérieux de ses sources et s'abstenir de diffuser des informations fausses ou trompeuses. La cour énonce enfin que l'acte de dénigrement peut être une faute au sens de l'article 1382 du Code civil « *en dehors de tout contexte de concurrence déloyale* », et que « *cette faute, quasi délictuelle, emporte la*

¹²³⁴ Morgan Stanley avait en effet développé une analyse originale autour de l'alternative suivante : elle tentait d'abord de faire valoir que le litige relevait moins d'un problème de dénigrement que d'organisation, d'où la compétence non pas de la loi française en tant que loi de réalisation du préjudice, mais de la loi anglaise en tant que loi du lieu du siège social de la société d'analyse financière ; elle considérait en tout état de cause que, même si la loi française devait être regardée comme loi compétente, l'application de l'article 1382 du Code civil constituerait une entrave à la liberté de prestation de services prévue à l'article 49 du traité CEE. La cour refuse de retenir une conception strictement sociétaire de l'objet du litige : elle considère la loi du pays d'origine, applicable uniquement aux problèmes de structure et d'organisation, et la *lex loci delicti*, applicable à la responsabilité civile délictuelle pour des préjudices occasionnés en France par des analyses qui y ont été diffusées. D'où la compétence en l'espèce de la *lex loci delicti* qui, aux termes de la jurisprudence, offre à la victime, en cas de délit complexe, une faculté d'option en faveur soit de la loi du lieu du fait générateur, soit de la loi du lieu de survenance du préjudice. La cour écarte par ailleurs l'argument tiré de l'incidence des libertés communautaires sur les règles de conflit de lois, en relevant que n'était pas en cause une violation des règles d'organisation. V. les explications très détaillées de C. Chabert, art. préc. *Adde* A. Pietrancosta, art. préc.

violation des devoirs de prudence ou d'objectivité, corollaire de la liberté d'exprimer une opinion, sans qu'il soit nécessaire d'établir une intention de nuire ».

La cour applique alors ces principes de responsabilité aux faits de l'espèce. Elle ne retient plus alors que les mentions erronées auxquelles a pu se livrer Morgan Stanley, relativement à la qualité d'un salarié ou administrateur de Morgan Stanley siégeant au conseil d'administration de LVMH, à la perception de commissions au titre de prestations de banque d'affaires de LVMH, au fait que la banque ait été chef de file ou membre du syndicat de placement d'une offre publique de titres de LVMH, et au ratio d'endettement de LVMH. La cour écarte les autres fautes retenues en première instance au motif que les opinions délivrées rejoignaient celles d'autres analystes ou étaient solidement argumentées ; elle écarte ainsi tout dénigrement ou toute volonté de nuire, faute de preuve, ce qui devrait largement réduire le montant des dommages-intérêts, et ce d'autant que l'AMF avait mené une enquête montrant l'absence de corrélation entre les mouvements du titre LVMH et les analyses de Morgan Stanley. La cour, renonçant ainsi à toute condamnation immédiate (et même de publication de la décision, « *en l'absence de preuve d'un quelconque retentissement des faits retenus auprès des investisseurs* »), redéfinit d'ailleurs la mission de l'expert désigné en première instance pour chiffrer les préjudices matériels et sursoit à statuer s'agissant du préjudice moral d'atteinte à l'image.

En substance, on retiendra de cette affaire plusieurs choses. Premièrement, que le recours à la peine privée, à travers le dommage moral, est écarté : la fonction dissuasive autonome de la responsabilité civile trouve ici ses limites. Deuxièmement, que, dans le cadre de leur liberté d'opinion, les analystes financiers ne peuvent se voir reprocher qu'un manquement au principe de rigueur, d'objectivité, d'impartialité et de prudence, qui est justement le corollaire de cette liberté¹²³⁵. Les devoirs qui sont ainsi mis à la charge des analystes paraissent, par ailleurs, justifiés au regard de l'intérêt du marché dans son ensemble, et non des seuls

¹²³⁵ La jurisprudence applique des critères relativement similaires en matière de liberté d'expression des journalistes financiers quant à l'appréciation de leur bonne foi. V. notamment N. Rontchevsky, *L'appréciation de la bonne foi du journaliste en matière d'information économique et financière*, note sous Cass. 1^{re} civ. 3 avr. 2007, pourvoi n° 05-21.344, J.-M. Messier c/ Le Monde et autres, RTD com., 2007, p. 657. *Adde* CA Paris, 11^e ch. A., 14 déc. 2005, SA Sodexho Alliance c/ X, Juris-Data n° 2005-298176, retenant la responsabilité civile d'un journaliste en raison de la diffusion d'une information économique significative sans vérification préalable : JCP E, 18 mai 2006, n° 20, 1809, obs. A. Viandier, relevant qu'un journaliste est tenu d'une obligation de vigilance dans la délivrance d'informations factuelles.

émetteurs analysés. Au-delà et contrairement à ce qui a pu être écrit¹²³⁶, la décision ne vient guère faciliter la mise en cause de la responsabilité civile des analystes financiers par les investisseurs.

2 - En droit américain

493 - **Considérations liminaires. La « théorie du gardien » (« gatekeeper theory ») en droit américain.** La théorie du gardien (*gatekeeper*) a d'abord été développée aux Etats-Unis dans le cadre des travaux du professeur Reiner Kraakman dans les années 1980¹²³⁷. Selon cet auteur, un gardien est une partie privée qui est en mesure d'empêcher la commission d'une faute en retirant son soutien à leurs potentiels auteurs, la société et ses dirigeants. Ce soutien, qui peut consister dans la fourniture d'un bien ou d'un service particulier ou dans une forme de certification généralement indispensable, est la « porte » (« *gate* ») que le *gatekeeper* garde, surveille (« *keeps* »). Il s'agit de personnes extérieures à la société (« *outsiders* »), et qui se trouvent en position d'influencer la conduite des dirigeants. Pour M. Reiner Kraakman, la responsabilité des gardiens (« *gatekeeper liability* ») est la garantie de l'exercice de leur mission de surveillance car, en tant que personnes extérieures à la société, ils sont bien moins susceptibles de prendre le risque d'une atteinte à leur réputation au regard d'opérations suspectes ou frauduleuses. Il classe dans cette catégorie les administrateurs indépendants, les experts-comptables, les avocats, et les banques d'investissement souscriptrices d'une offre au public (« *underwriters* »).

M. John Coffee a approfondi la réflexion en la matière à la suite des scandales financiers du début des années 2000, dont il a tenu les *gatekeepers* responsables pour avoir failli dans l'exercice de leur mission en permettant aux dirigeants de s'engager dans des comportements frauduleux¹²³⁸. Il en a, par ailleurs, précisé davantage la notion, en les définissant comme des

¹²³⁶ V. F. Martin Laprade, art. préc., considérant que par cet arrêt, « la Cour ouvre largement la porte à une mise en cause facile de la responsabilité quasi-délictuelle des analystes financiers, envers la foule anonyme des émetteurs et des investisseurs présents sur le marché, puisque leur professionnalisme doit respecter un tel degré d'exigence que la moindre faute de leur part risque d'être sanctionnée ». L'affirmation nous paraît largement exagérée.

¹²³⁷ V. R.H. Kraakman, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, 2 *J. L. Econ. & Org.* 53, 54 (1986) ; du même auteur, *Corporate Liability and the Costs of Legal Controls*, 93 *Yale L.J.* 857, 868, 888-97 (1984).

¹²³⁸ V. J.C. Coffee, Jr., *Understanding Enron: « It's About the Gatekeepers, Stupid »*, 57 *Bus. Law.* 1403 (2001-2002) ; *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, *Columbia Law*

professionnels indépendants qui agissent comme des intermédiaires réputationnels, en fournissant des services de vérification ou de certification de l'information délivrée par le premier acteur des marchés financiers qu'est l'émetteur, aux investisseurs. Les investisseurs bénéficient ainsi d'une réduction des asymétries informationnelles et d'une protection bien supérieure, d'autant que, du fait de leur dispersion, ils sont généralement dans l'incapacité d'exercer eux-mêmes ce type de mission. En dépit de cette définition plus restrictive, cet auteur étend la notion, au-delà des commissaires aux comptes, des banques d'investissement et des avocats, aux agences de notation et aux analystes financiers. Il explique que le marché leur accorde une plus grande crédibilité en ce qu'ils sont moins incités à la fraude, et qu'ils engagent leur capital réputationnel. En effet, explique-t-il, les *gatekeepers* ne sont en théorie pas prêts à sacrifier leur réputation, qu'ils ont mis des années à construire et qui constitue leur principal actif. Toutefois, il peut en aller différemment lorsque notamment ils sont plus fortement incités à violer leurs obligations et risquer leur réputation (nombre réduit de clients ; importance des honoraires perçus ; modification du mode de rémunération des dirigeants dans les années 1990, davantage axée sur l'attribution d'actions) ; le problème est alors celui du conflit d'intérêts intrinsèque à un modèle où l'entité contrôlée ou notée paye le contrôleur ou l'évaluateur. Tel est le cas également lorsque la configuration du marché les expose moins à une atteinte réputationnelle (existence d'une bulle financière qui incite à un comportement moutonnier exagérément optimiste en vue de rester compétitif, aussi bien de la part des *gatekeepers* que des investisseurs institutionnels qui, même s'ils ne croient pas aux analyses diffusées, les appliquent parce qu'ils savent qu'elles vont influencer le marché ; marché très concentré avec peu d'acteurs susceptibles de rendre ce type de services). Du point de vue de leur responsabilité, s'il constate que le risque d'une atteinte réputationnelle n'est pas assez dissuasif, il estime toutefois qu'une responsabilité civile indéfinie est susceptible de mettre en péril leurs activités et de les conduire à la faillite ; il se prononce ainsi pour un régime de responsabilité sans faute accompagnée d'un plafonnement fondé sur les revenus du

School, Center for Law and Economics, Working Paper No. 191, 2001 ; The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting, Columbia Law and Economics Working Paper No. 191, 2001, disponible sur SSRN ; What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s, 89 Cornell L. Rev. 269, 280 (2004). Cet auteur a par ailleurs publié un ouvrage de référence en la matière : Gatekeepers: The Role of the Professions in Corporate Governance, Clarendon Lectures in Management Studies, Oxford University Press, 2006.

gardien, dans le but d'exercer une fonction dissuasive suffisante¹²³⁹. A partir du même constat, M. Frank Partnoy se prononce également en faveur d'un régime de responsabilité sans faute des *gatekeepers*, mais selon des modalités différentes. Il propose un système de nature contractuelle, et non réglementaire comme M. John Coffee, et basé non sur les revenus, mais sur un pourcentage de la responsabilité de l'émetteur. En clair, les gardiens seraient automatiquement tenus de payer une partie des dommages-intérêts mis à la charge d'un émetteur à la suite d'une transaction ou d'un jugement sans pouvoir soulever aucun moyen de défense, mais ils négocieraient contractuellement leur pourcentage de responsabilité et le rendraient public¹²⁴⁰. D'autres auteurs se montrent encore plus restrictifs quant à la place que doit jouer la responsabilité civile en la matière¹²⁴¹.

La notion de *gatekeeper*, telle qu'elle a progressivement été construite aux Etats-Unis est loin d'être sans intérêt. Elle révèle pour l'essentiel que des acteurs, extérieurs à l'émetteur, sont susceptibles de jouer un rôle important dans la réduction des asymétries informationnelles, voire de garde-fou. Elle commence d'ailleurs à être utilisée en Europe également¹²⁴². Nous ne l'avons toutefois pas retenue, dans notre thèse, pour plusieurs raisons. Premièrement, elle nous paraît trop hétérogène pour pouvoir espérer appliquer un régime commun à l'ensemble de ces acteurs, notamment en matière de responsabilité, comme le relève d'ailleurs l'étude des travaux américains. Notamment, si les agences de notation et les analystes financiers présentent des traits communs majeurs en ce qu'ils délivrent tous deux des opinions externes sur la société, tel ne nous paraît pas être le cas des commissaires aux comptes qui, s'ils sont des acteurs extérieurs à l'émetteur, contrôlent l'information produite par la société elle-même et ne produisent donc pas d'information externe. C'est d'ailleurs pour cette raison que nous

¹²³⁹ Il s'agit en fait d'en faire des assureurs, mais dans le cadre d'une police d'assurance plafonnée à un montant réaliste.

¹²⁴⁰ V. F. Partnoy, *Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime*, 79 *Wash. U. L. Q.* 491 (2001) ; *Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee*, *University of San Diego School of Law, Law and Economics Research Paper Series, Paper 5*, 2004.

¹²⁴¹ V. notamment S. Choi, *Market Lesson for Gatekeepers*, 92 *Nw.U. L. Rev.* 916 (1998), proposant un système dans lequel chaque intermédiaire est libre de choisir les obligations au titre desquelles il souhaite assumer une responsabilité ; L. Ribstein, *Limited Liability of Professional Firms after Enron*, 29 *J. Corp. L.* 427 (2004), s'oppose pour sa part à un système de responsabilité obligatoire, qu'il considère comme relativement inefficace en termes de dissuasion. S'agissant plus spécialement des commissaires aux comptes, M. Lawrence Cunningham propose qu'ils puissent avoir le choix entre un système d'assurance et un système de responsabilité (v. L.A. Cunningham, *Choosing Gatekeepers: The Financial Statement Insurance Alternative to Auditor Liability*, 52 *UCLA L. Rev.* 413 (2004)).

¹²⁴² V. notamment C. Gerner-Beuerle, *The Market for Securities and Its Regulation Through Gatekeepers*, 23 *Temp. Int'l & Comp. L.J.* 317 (2009), appliquant la théorie du gardien en Europe.

les avons inclus dans le cadre de l'étude de l'information délivrée par l'émetteur¹²⁴³. La notion ne nous paraît ainsi pas unitaire et ne permet donc pas d'appliquer mécaniquement un régime commun. Deuxièmement, du point de vue de la responsabilité, outre que les travaux américains, fondés pour l'essentiel sur l'analyse économique, divergent fortement quant à leurs conclusions, ils ont pour objectif essentiel, comme nous l'avons noté tant de fois, la fonction dissuasive de la responsabilité civile, laissant de côté sa fonction réparatrice¹²⁴⁴, ce qui ne correspond pas au cadre d'analyse que nous avons retenu.

494 - **Réglementation des analystes financiers.** A la suite des scandales financiers des années 2000, la loi *Sarbanes-Oxley* du 30 juillet 2002 a eu pour objectif de renforcer le contrôle des sociétés cotées. De fait, cette loi s'est surtout concentrée sur les deux types de *gatekeepers* dont l'indépendance a fortement été remise en cause lors de la crise : les commissaires aux comptes (*statutory auditors*) et les analystes financiers¹²⁴⁵. S'agissant des premiers, il était clairement apparu que le caractère extrêmement rémunérateur de leurs activités de conseil mettait en péril leur objectivité dans le contrôle des comptes : la loi *Sarbanes-Oxley* leur interdit désormais de cumuler ces deux activités¹²⁴⁶. S'agissant des seconds, la loi renforce notablement leur encadrement en consacrant un titre entier à l'analyse financière, et en chargeant la *SEC* de prendre des mesures pour prévenir les conflits d'intérêts et renforcer l'objectivité de la recherche financière. Ces professionnels se voient désormais soumis à l'interdiction de s'exprimer sur des opérations financières dans lesquelles leur employeur intervient et de révéler tout conflit d'intérêts¹²⁴⁷.

¹²⁴³ Cf. *supra*.

¹²⁴⁴ V., par exemple, J.C. Coffee, Jr., *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, préc., indiquant que le système de responsabilité sans faute et plafonné qu'il propose a pour but la dissuasion et non la réparation des investisseurs, qui nécessiterait des moyens financiers que les *gatekeepers* n'ont généralement pas.

¹²⁴⁵ V. notamment P.-H. Conac, *Les analystes et les agences de notation en droit américain*, in *La sécurité financière*, colloque du 3 décembre 2004, dir J. Monéger, Société de Législation Comparée, 2007, p. 65. Comme nous l'avons dit, si les agences de notation ont été alors critiquées pour ne pas avoir détecté la situation particulièrement critique de certains émetteurs (par exemple *Enron* ou *WorldCom*), leur manque d'indépendance n'est apparu véritablement que plus tard, lors de la crise des *subprimes* et surtout dans le cas des produits structurés. Elles ont ainsi été largement épargnées, la loi *Sarbanes-Oxley* s'étant contentée de demander à la *SEC* d'établir un rapport sur leur activité.

¹²⁴⁶ V. P.-H. Conac, *ibid*.

¹²⁴⁷ V. P.-H. Conac, art. préc., spéc. p. 66 et s. Cet auteur met notamment en évidence que la perte d'indépendance des analystes financiers tient notamment à l'évolution du modèle économique. En effet, traditionnellement les commissions d'intermédiation boursière permettaient de couvrir les coûts des analyses financières, délivrées gratuitement aux clients de l'intermédiaire et au public afin de susciter des ordres d'achat ou de vente exécutés par cet intermédiaire. En dépit de la forte baisse de ces commissions aux Etats-Unis dans les années 1980, les banques d'investissement ont maintenu leurs services d'analyse financière mais ont tenté de les rentabiliser à travers la promotion de leurs activités de placement.

495 - **La responsabilité civile des analystes financiers en droit américain**¹²⁴⁸. A la suite de l'éclatement de la bulle internet, Eliot Spitzer, Procureur général de l'Etat de New York (*New York Attorney General*), a mené une enquête établissant que Merrill Lynch et les autres grandes banques d'investissement avaient diffusé des analyses en lesquelles elles ne croyaient absolument pas, afin de soutenir le cours et de favoriser les opérations financières de leurs clients. En conséquence, une transaction globale (« *Global Settlement* ») a été conclue en avril 2003, pour un montant approximatif de 1,4 milliard de dollars, entre Eliot Spitzer, la SEC, le NASD, le NYSE et les autorités de régulation étatiques, et les dix principales banques d'investissement américaines, les obligeant notamment à renforcer leurs murailles de Chine et à financer une analyse financière indépendante et comprenant par ailleurs un important volet d'indemnisation¹²⁴⁹. De très nombreux investisseurs ont engagé des actions collectives contre les banques d'investissement ayant émis des recommandations d'investissement biaisées, mais, en dépit du contexte favorable créé par le *Global Settlement*, elles ont en général été rejetées¹²⁵⁰.

Notamment, si la jurisprudence admet que les banques puissent être tenues responsables pour fraude boursière au titre des analyses financières qu'elles diffusent dans le public sur le fondement de la règle 10b-5¹²⁵¹, elle est venue poser des conditions assez restrictives en

¹²⁴⁸ Adde W.O. Fisher, *The Analyst-Added Premium as a Defense in Open Market Securities Cases*, 53 *Bus. Law.* 35 (1997), proposant de ne pas retenir la responsabilité civile des défendeurs pour les baisses de cours résultant de prévisions exagérément optimistes des analystes financiers hormis lorsque les prévisions peuvent être liées aux fausses informations délivrées par les défendeurs. V. *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156 (2d Cir. 1980), décision dans laquelle la cour refuse de tenir pour responsable un émetteur n'ayant pas corrigé les prévisions d'un analyste (à moins que l'émetteur se porte garant desdites prévisions). Adde B. Cornell, *Is the Response of Analysts to Information Consistent with Fundamental Valuation? The Case of Intel, Fin. Mgmt.*, 2001, p.113.

¹²⁴⁹ Pour plus de détails, v. notamment J.C. Coffee, Jr., *Gatekeepers: The Role of the Professions in Corporate Governance*, *Clarendon Lectures in Management Studies*, préc., p. 263 et s.

¹²⁵⁰ V. P.-H. Conac, art. préc., p. 67 et s., indiquant notamment que le tribunal fédéral de première instance pour le district sud de New York, où se tiennent généralement ces actions car les principales banques d'investissement y ont leur siège, a notamment rejeté l'action collective engagée en 2001 contre la banque Morgan Stanley et Mary Meeker, surnommée « *la reine de l'Internet* ». Il ajoute que, si l'on avait pu s'attendre à ce que la révélation de faits précis par l'enquête menée par Eliot Spitzer en 2002 et 2003, crée un contexte favorable, il n'en a rien été, plusieurs autres actions collectives ayant été rejetées par ce même tribunal. V. A. Morales Olazabal, *Analyst and Broker-Dealer Liability Under 10(b) for Biased Stock Recommendations*, 1 *N.Y.U.J. L & Bus.* 1 (2004), analysant en détail l'application de la règle 10b-5 aux recommandations des analystes et montrant que le débat se concentre surtout sur la question de la *reliance* (c'est-à-dire l'application de la théorie de la fraude sur le marché) et de la *loss causation*. Adde R.J. Colombo, *Buy, Sell or Hold? Analyst Fraud from Economic and Natural Law Perspectives*, 73 *Brook. L. Rev.* 91 (2007), disponible sur Internet, montrant également les difficultés à appliquer la règle 10b-5 aux analystes financiers.

¹²⁵¹ Notamment parce que l'analyse contient des informations fausses ou présente des omissions (v., par exemple, *Demarco v. Lehman Brothers, Inc.*, 309 F. Supp.2d 631 (S.D.N.Y. 2004)), ou parce que la recommandation est biaisée par un conflit d'intérêts ou n'est pas sincère (v., ainsi, *DeMarco v. Robertson Stephens Inc.*, 318 F. Supp.2d 110 (S.D.N.Y. 2004), où un analyste fait une recommandation d'achat à 20 dollars alors qu'il pense que l'action vaut entre 12 et 14 dollars). La jurisprudence exige dans ce cas la preuve que ledit

matière de *loss causation*, dans l'arrêt *Lentell v. Merrill Lynch*¹²⁵². Dans cette affaire, les analystes financiers de Merrill Lynch avaient fait des recommandations d'achat optimistes sur des actions de sociétés Internet auxquelles ils ne paraissaient pas avoir cru eux-mêmes. Des investisseurs, qui avaient perdu de très lourdes sommes lors de l'éclatement de la bulle Internet, engagèrent une action collective à l'encontre de la banque qui, selon leurs dires, avait diffusé des informations fausses et des recommandations non sincères dans ses analyses, dans le but de soutenir le cours de bourse des sociétés en question et de maintenir son activité de banque d'investissement. Si la Cour d'appel du second circuit admit que les demandeurs pouvaient se fonder sur la théorie de la fraude sur le marché¹²⁵³ au titre de la *transaction causation*, elle rejeta la demande faute de preuve de la *loss causation*. Elle considère en effet insuffisante, à cet égard, la preuve que les actions recommandées à l'achat aient perdu de la valeur ; encore faut-il démontrer, selon elle, que cette perte de valeur ait été causée par l'analyse ou la recommandation fautive, soit parce que le marché avait réagi négativement à la révélation du caractère non sincère de la recommandation, soit parce que les risques dissimulés dans l'analyse avaient entraîné, lors de leur matérialisation, la chute du cours de

conflit d'intérêts ait bien affecté la recommandation (v., notamment, *Credit Suisse First Boston Corp., 431 F.3d 36, 53 (1st Cir. 2005)* ou *Salomon Analyst Level 3 Litigation, 350 F.Supp.2d 477, 492 (S.D.N.Y 2004)*). L'on notera également que selon la jurisprudence, les dirigeants ne peuvent être tenus pour responsables des analyses diffusées que s'ils les ont confirmées ou bien se sont impliqués dans l'analyse (v., notamment, *Cirrus Logic Securities Litigation, 946 F. Supp. 1446 (N.D.Cal.1996)*). La jurisprudence considère toutefois, de manière générale, que l'émetteur n'a pas à corriger les affirmations erronées des analystes.

¹²⁵² *Lentell v. Merrill Lynch & Co. Inc., 396 F.3d 161 (2d Cir. 2005)*. Dans le même sens, v. notamment *Joffe v. Lehman Brothers, 2005 WL 1492101 (S.D.N.Y 2005)* ; *Merrill Lynch & Co. Research Reports Securities Litigation, 568 F.Supp.2d 349 (S.D.N.Y 2008)*. V., notamment, T.L. Hazen, *Treatise on the law of Securities Regulation*, n° 14.16(1)(A) et n° 12.11, disponible sur *Westlaw*.

¹²⁵³ La question de savoir si la théorie de la fraude sur le marché peut s'appliquer à d'autres parties que les émetteurs, notamment les analystes financiers, reste toutefois controversée en droit américain, même si la jurisprudence y semble favorable. V., notamment, *Millovitz v. Citigroup Global Mkts., Inc. (In re Salomon Analyst Metromedia Litig.), 544 F.3d 474 (2d Cir. 2008)*, considérant que la théorie de la fraude sur le marché peut s'appliquer dans une action engagée contre un émetteur, mais également contre toute personne, y compris des analystes financiers. V. également *Hevesi v. Citigroup Inc., 336 F.3d 70 (2d Cir. 2004)* ; *Credit Suisse First Bos. Corp. (Lantronix, Inc.) Analyst Sec. Litig., 250 F.R.D 137, 139 (S.D.N.Y 2008)* ; *Credit Suisse-AOL Sec. Litig., 253 F.R.D 17 (D. Mass. 2008)* ; *DeMarco v. Robertson Stephens Inc., 228 F.R.D. 468, 475 (S.D.N.Y. 2005)* ; *LaGrasta v. First Union Sec., Inc., No. 2:01-CV-251-FTM29DNF, 2005 WL 1875469 (M.D. Fla. Aug. 8, 2005)* ; *DeMarco v. Lehman Bros., 222 F.R.D. 243, 245 (S.D.N.Y 2004)*. *Contra* D. Lai, *Extending the Fraud-on-the-Market Presumption Beyond Basic: A Case of Poor Analogies and Over-Eager Courts*, 55 *N.Y.L. Sch. L. Rev.* 1121 (2010/2011), estimant que la théorie de la fraude sur le marché ne doit pas être appliquée de la même façon aux analyses financières qu'aux émetteurs. En effet, pour cet auteur, les informations délivrées par les émetteurs sont d'une nature différente : elles sont dues aux investisseurs en vertu d'une obligation légale et relativement certaines, tandis que les recommandations des analystes sont produites sur une base volontaire et ne sont que des opinions, par nature subjectives et incertaines, qui sont susceptibles d'être noyées dans la masse d'opinions diffusées sur le titre. En outre, ajoute-t-elle, le marché ne les prend généralement en compte que de manière limitée car il sait qu'elles ne sont que des opinions souvent exagérément optimistes et biaisées par des conflits d'intérêts, d'où un impact sur le cours susceptible d'être relativement faible. Elle propose ainsi de ne leur appliquer la théorie de la fraude sur le marché que si les investisseurs sont en mesure d'établir que le marché est informationnellement efficace relativement au type d'analyses financières en question, et que l'analyse a affecté le cours de bourse.

bourse¹²⁵⁴. Elle estime en l'espèce que le cours des actions s'était écroulé pour des raisons intrinsèquement liées à un modèle économique déficient, et non du fait de la matérialisation d'un risque dissimulé dans l'analyse. Elle ajoute que, même si les analystes financiers ne croyaient pas à leurs propres recommandations d'achat, il n'était pas crédible que la découverte par le marché de leur caractère non sincère soit la cause de la baisse des actions des sociétés internet recommandées.

Ainsi, comme le relève M. John Coffee, le niveau d'exigence probatoire, supérieur à celui posé dans décision *Dura v. Broudo*, est désormais particulièrement élevé pour les investisseurs, et a de fait porté un coup de grâce au contentieux à l'encontre des analystes financiers¹²⁵⁵. De fait, les actions engagées en la matière apparaissent relativement rares¹²⁵⁶.

B - Les raisons du maintien dans le droit commun

496 - **Nécessité d'un régime spécial pour une indemnisation effective.** Comme on l'a vu, la responsabilité civile des analystes financiers, comme celle des agences de notation, est rarement mise en jeu. En droit français, elle est en pratique inexistante, tout du moins vis-à-vis des investisseurs, et même aux Etats-Unis, elle reste relativement limitée. Pourtant, si la récente crise financière a peu stigmatisé ces acteurs et si la réglementation a fortement renforcé leurs obligations, il y a fort à parier que les analyses et recommandations qu'ils émettent ne sont pas toutes élaborées avec la diligence ou la sincérité attendue, compte tenu notamment du conflit d'intérêts intrinsèque au modèle des analystes *sell-side*, qui travaillent à

¹²⁵⁴ Il faut plus précisément, dit-elle, que « le risque qui a causé le préjudice ait été dans la zone de risque dissimulé par les fausses informations ou les omissions » (« the risk that caused the loss was within the zone of risk concealed by the misrepresentations and omissions alleged by a disappointed investor »).

¹²⁵⁵ J.C. Coffee, Jr., *Loss Causation After 'Dura': Something for Everyone*, préc. En outre, en 1994, la jurisprudence de la Cour suprême a mis fin à la possibilité d'agir en responsabilité civile contre les acteurs secondaires qui agissent comme « complices » (« aiding and abetting ») de l'auteur principal qu'est l'émetteur (*Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A.*, 511 U.S. 164 (1994)). En revanche, ils peuvent toujours être sanctionnés administrativement par la SEC.

¹²⁵⁶ V., notamment, *Millovitz v. Citigroup Global Mkts., Inc. (In re Salomon Analyst Metromedia Litig.)*, 544 F.3d 474 (2d Cir. 2008) ; *Miles v. Merrill Lynch & Co.*, 471 F.3d 24 (2d Cir. 2006) ; *Hevesi v. Citigroup Inc.*, 366 F.3d 70 (2d Cir. 2004) ; *Fogarazzo v. Lehman Bros.*, 263 F.R.D. 90 (S.D.N.Y. 2009) ; *Healthsouth Corp. Sec. Litig.*, 257 F.R.D. 260 (N.D. Ala. 2009) ; *Credit Suisse-AOL Sec. Litig.*, 253 F.R.D. 17 (D. Mass. 2008) ; *60223 Trust v. Goldman, Sachs & Co.*, 540 F. Supp. 2d 449 (S.D.N.Y. 2007) ; *Enron Corp. Sec.*, 529 F. Supp. 2d 644 (S.D. Tex. 2006) ; *DeMarco v. Robertson Stephens Inc.*, 228 F.R.D. 468 (S.D.N.Y. 2005) ; *LaGrasta v. First Union Sec., Inc.*, No. 2:01-CV-251-FTM29DNF, 2005 WL 1875469 (M.D. Fla. Aug. 8, 2005) ; *Swack v. Credit Suisse First Bos.*, 230 F.R.D. 250 (D. Mass. 2005) ; *DeMarco v. Lehman Bros.*, 222 F.R.D. 243 (S.D.N.Y. 2004) ; *Merrill Lynch & Co.*, 273 F. Supp. 2d 351 (S.D.N.Y. 2003) ; *Enron Corp. Sec., Derivative & ERISA Litig.*, 235 F. Supp. 2d 549 (S.D. Tex. 2002).

l'intérieur de banques d'affaires tirant une grande partie de leurs revenus des opérations financières qu'elles mettent en œuvre pour des émetteurs également susceptibles d'être l'objet de l'analyse. Une analyse biaisée aura ainsi des répercussions sur le cours, notamment, pour les valeurs largement suivies, en raison de la tendance à un optimisme exagéré et du comportement moutonnier des analystes, qui, d'une part, ne veulent pas apparaître en retrait par rapport à leurs concurrents et qui, d'autre part, ont conscience du caractère autoréalisateur du consensus des analyses sur les cours de bourse. En outre, les analyses vont avoir également une forte influence sur la décision des investisseurs, en raison de ce caractère autoréalisateur, et parce que l'opinion émise prend ici la forme, par nature assez incitative, d'une recommandation. En outre, si les investisseurs institutionnels peuvent mener leurs propres analyses sur le marché des actions, tel n'est généralement pas le cas des petits investisseurs, qui vont être d'autant plus tentés de suivre la recommandation. Or, si le préjudice d'altération du cours peut être réparé en grande partie par la diversification, tel n'est pas le cas du préjudice d'altération de la décision. La tentation est alors grande de faciliter la mise en œuvre de la responsabilité civile.

Comme pour les agences de notation, celle-ci ne pourra être véritablement effective à moins qu'un véritable régime spécial de responsabilité civile soit instauré au profit des investisseurs, présumant de manière réfragable, la faute et le lien de causalité entre la recommandation et la décision d'investissement. En effet, d'une part, il est très difficile pour un investisseur de démontrer la faute, ainsi que le lien de causalité, compte tenu du caractère public de la recommandation ; d'autre part, bien d'autres facteurs peuvent de fait avoir conduit l'investisseur à avoir pris la décision préjudiciable.

497 - **Pour le maintien dans le droit commun.** Aux Etats-Unis, un courant de pensée important estime, s'agissant notamment des *gatekeepers* et parmi eux, des analystes financiers, dont la réputation est le capital principal, que le principe de réputation suffit à discipliner le marché, sans que soit nécessaire une quelconque réglementation ou responsabilité¹²⁵⁷. Ces mécanismes ne peuvent toutefois fonctionner que si le marché est suffisamment compétitif et transparent, de sorte que les utilisateurs de « *services financiers* » (les investisseurs achetant les titres, et les émetteurs employant les intermédiaires) peuvent distinguer entre les acteurs

¹²⁵⁷ V. notamment R.H. Kraakman, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, 2 *J. L. Econ. & Org.* 53, 94 (1986).

du marché de bonne qualité et les autres. Les crises financières récentes ont clairement montré que tel n'était pas le cas et mis en évidence la nécessité d'une réglementation¹²⁵⁸. Nous ne partageons ainsi pas cette conception d'une partie de la doctrine américaine qui refuse toute réglementation pour s'en remettre aux forces du marché. Nous nous opposons en revanche à l'instauration d'un régime spécial de responsabilité civile, pour les mêmes raisons que celles évoquées pour les agences de notation.

D'une part, un tel régime risque de fortement déresponsabiliser les investisseurs, qui doivent prendre eux-mêmes leur décision, d'autant que la recommandation émise n'est qu'une opinion publique et non personnalisée, et ne pas perdre de vue qu'ils interviennent dans un domaine particulièrement risqué. D'autre part, il est susceptible également de réduire la mission d'intermédiation informationnelle publique des analystes qui, permettant une réduction des asymétries informationnelles et une plus grande visibilité des émetteurs¹²⁵⁹, reste indispensable au sein du marché et apparaît, elle aussi, comme une mission d'intérêt public. Et ce d'autant plus pour les petites et moyennes valeurs qui restent peu suivies. Le *Global Settlement* conclu en 2003 aux Etats-Unis l'a bien montré, en ce que l'analyse financière indépendante mise en place a suscité peu d'intérêt de la part des investisseurs¹²⁶⁰ et a conduit à réduire la production d'analyse financière, surtout pour les petites et moyennes valeurs¹²⁶¹. Un tel système serait en outre injuste pour ces acteurs, qui délivrent leurs informations, qui ne sont que des opinions, gratuitement aux investisseurs et ne sont tenus d'aucune obligation légale de le faire, contrairement à l'émetteur. Ces risques nous conduisent d'autant plus à nous opposer à l'utilisation de la responsabilité civile en tant que peine privée en la matière¹²⁶², la responsabilité administrative voire pénale apparaissant bien plus adaptées¹²⁶³.

¹²⁵⁸ Pour une analyse détaillée, v. C. Gerner-Beuerle, art. préc., p. 321 et s., en faveur de l'adoption d'une réglementation et de la mise en œuvre de la responsabilité civile.

¹²⁵⁹ Selon D. Martin et L. Chekroun, *Le cadre juridique de l'analyse financière*, RTDF, 2008, n° 2, p. 37, « l'efficiency du marché est intimement liée à la transparence et à l'objectivité des préconisations des analystes. A l'inverse, toute distorsion d'information est de nature à préjudicier à son bon fonctionnement, créant notamment des distorsions de prix, et par voie de conséquence, des opérations financières inopportunes et une perte de confiance des opérateurs ».

¹²⁶⁰ V. J.C. Coffee, Jr., *Gatekeepers: The Role of the Professions in Corporate Governance*, op. cit., p. 343.

¹²⁶¹ *Ibid.*

¹²⁶² V. J.-P. Gastaud, *Analyse financière en droit français*, in *La sécurité financière*, colloque du 3 décembre 2004, dir J. Monéger, Société de Législation Comparée, 2007, p. 77, spéc. p. 84 : « ne conviendrait-il pas ici de restituer à la réparation sa qualité de peine privée ? Il s'agirait alors tout autant de réparer un dommage que de réprimer une faute d'ordre professionnel. La solution trouverait sa légitimité dans l'influence qu'exerce l'information apportée par les analystes sur la détermination des cours, de prévenir la partialité de ces analystes ».

L'avenir est sans doute à une plus grande promotion de l'analyse indépendante, mais cette solution se heurte au problème du financement, l'analyse étant un bien public, et les essais en ce sens restent pour l'instant peu concluants. Ainsi, l'analyse financière indépendante développée aux Etats-Unis à la suite du *Global Settlement* a été peu utilisée, car les investisseurs cherchent avant tout des analyses produites par des banques de renom auxquelles ils accordent davantage de confiance. En France également, l'analyse financière indépendante reste encore marginale. Elle pourrait toutefois permettre un plus grand suivi des valeurs petites et moyennes et donc une plus grande transparence.

498 - **Conclusion de la Section II et du Chapitre I.** Après avoir écarté de manière générale la réparation d'un préjudice d'altération de cours, nous avons défendu l'idée que l'indemnisation devait *de lege ferenda* être limitée au préjudice prouvé d'altération de la décision sur le marché secondaire, aussi bien pour l'information délivrée par l'émetteur que par les analystes financiers et les agences de notation. L'analyse n'a toutefois pas été exactement la même dans les deux cas.

S'agissant de l'émetteur, une telle limitation de l'indemnisation aux investisseurs informés, c'est-à-dire ceux ayant pris leur décision sur le fondement d'une analyse informationnelle, s'est imposée tant au regard de la fonction réparatrice de la responsabilité civile que des fonctions du droit financier. En effet, elle permet, d'une part, d'assurer la meilleure efficacité de la fonction réparatrice, en particulier dans sa dimension collective ; elle permet, d'autre part, d'assurer le bon fonctionnement du marché, en sauvegardant son efficience informationnelle, et la protection générale des investisseurs à travers leur responsabilisation.

On ne retrouve malheureusement pas cette belle coïncidence entre la fonction réparatrice de la responsabilité civile et les fonctions du droit financier, s'agissant des intermédiaires informationnels publics. En effet, l'information publique que ceux-ci délivrent a une nature particulière : c'est une opinion prévisionnelle, impersonnelle, universelle et fondée sur une

par une mesure concrètement dissuasive, sans pour autant que l'analyste mis en cause puisse de ce fait échapper à une responsabilité d'ordre disciplinaire dans sa définition spécifique ». V., dans le même sens, S. Rousseau, *La responsabilité civile de l'analyste financier pour la transmission d'information fausse ou trompeuse sur le marché secondaire des valeurs mobilières*, Revue juridique Thémis, 1999, n° 34, p. 193, estimant que la responsabilité civile peut être un mode efficace de contrôle de la conduite des analystes financiers.

¹²⁶³ V. J.C. Coffee, Jr., *Gatekeepers: The Role of the Professions in Corporate Governance*, *op. cit.*, p. 334, qui reconnaît, même s'il est favorable à la mise en œuvre de la responsabilité civile, qu'elle n'est pas le meilleur moyen de dissuasion.

analyse méthodologique des faits, qui se traduit par des recommandations d'investissement ou des notations de crédit. Elle est par conséquent davantage de nature à altérer le processus décisionnel, que l'information délivrée par l'émetteur. Il en résulte qu'en pratique certains investisseurs subissent de véritables préjudices de décision méritant réparation. Celle-ci nécessiterait toutefois la mise en place d'un régime particulièrement dérogatoire au droit commun à travers diverses présomptions permettant de surmonter les lourds obstacles probatoires, ce qui irait à l'encontre des fonctions du droit financier. Elle conduirait en effet à déresponsabiliser les investisseurs plutôt qu'à les inciter à mener leur propre analyse sur un marché risqué – ce qui est désormais l'un des objectifs majeurs des pouvoirs publics -, et à affaiblir la mission de réduction des asymétries informationnelles par les intermédiaires informationnels publics, et donc l'efficacité du marché. En clair, ce sont les fonctions du droit financier qui dictent ici la solution, et non la fonction réparatrice de la responsabilité civile.

Il en ressort, en tout état de cause, que l'indemnisation doit être limitée au seul préjudice prouvé d'altération de la décision, quel que soit l'auteur de l'information publique défectueuse sur le marché secondaire, ce qui ne nécessite aucun aménagement de la responsabilité civile.

CHAPITRE II - L'INTERVENTION FRAUDULEUSE SUR LE MARCHÉ

499 - **L'intervention frauduleuse sur le marché : le regroupement de la manipulation de cours et de l'opération d'initié.** Comme nous l'avons expliqué en introduction, en matière d'abus de marché, la manipulation de cours est envisagée parallèlement à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, sous le terme générique de « *manipulation de marché* ». Cette conception, issue du droit répressif, nous paraît toutefois moins opératoire en matière de responsabilité civile, où la manipulation de cours s'apparente alors davantage à l'opération d'initié, en ce que toutes deux se traduisent par une intervention directe sur le marché et posent ainsi une problématique plus complexe et relativement similaire. En effet, la manipulation de cours et l'opération d'initié peuvent causer non seulement des préjudices d'altération du cours et de la décision comme l'information publique défectueuse, mais également des préjudices d'altération du carnet d'ordres en raison de la passation fautive d'ordres de bourse. Nous avons par conséquent choisi de traiter ensemble ces deux faits générateurs, en les regroupant sous l'appellation d'« *intervention frauduleuse sur le marché* »¹²⁶⁴.

Nous avons opté pour un tel regroupement parce qu'il nous apparaissait le plus conforme à la réalité des choses. Il nous faut toutefois préciser que la majeure partie des développements qui vont suivre concernera au premier chef l'opération d'initié, et ce pour plusieurs raisons. Premièrement, parce qu'une partie des problèmes soulevés sont communs avec l'information publique défectueuse et ont donc déjà, pour l'essentiel, été réglés lors de l'examen de celle-ci, sur lequel nous nous appuyons d'ailleurs largement. Deuxièmement, parce que l'opération d'initié présente des spécificités, notamment au regard de la légitimité du préjudice, que l'on ne retrouve pas en matière de manipulation de cours. Troisièmement, parce que les conséquences en matière de responsabilité civile de l'intervention directe au sein du marché par la passation d'ordres n'ont été abordées par l'analyse économique du droit que pour l'opération d'initié ; les conséquences que nous en tirerons pourront toutefois être transposées également à la manipulation de cours.

¹²⁶⁴ En général, les auteurs préfèrent toutefois assimiler la manipulation de cours à l'information publique défectueuse. V., en ce sens, N. Spitz, *op. cit.*, n° 327 ; J. Chacornac, *op. cit.*, n° 892 et s. ; D. Martin, *Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard*, art. préc., p. 399, spéc. p. 406.

500 - **Les finalités du choix de politique juridique.** *De lege ferenda*, notre choix de politique juridique doit être guidé par l'objectif que nous nous sommes fixé de manière générale, à savoir d'assurer en priorité la fonction réparatrice de la responsabilité civile et les fonctions du droit financier, et à titre accessoire la dissuasion. Notre démarche est donc à l'opposé de celle adoptée aux Etats-Unis en matière d'opération d'initié, où l'on a, en quelque sorte, créé des préjudices « *artificiels* » afin de renforcer la dissuasion et, sans doute, de faire croire à tort aux petits investisseurs qu'ils étaient protégés par la responsabilité civile. Mieux vaut, à cet égard, renforcer les sanctions administratives et pénales, et ce d'autant que les pratiques de manipulation de cours et d'opération d'initié ne peuvent généralement être détectées que par le régulateur dans le cadre d'une surveillance vigilante des ordres passés sur le marché, si bien que l'action des investisseurs ne complète pas celle du régulateur mais y fait suite. Pour notre part, il s'agit donc, à l'inverse, d'identifier les préjudices existant véritablement et de déterminer s'il est opportun de les réparer, au besoin par un aménagement de la responsabilité civile¹²⁶⁵.

501 - **Le rejet préalable de la présomption d'altération concrète de la décision par l'intervention frauduleuse sur le marché.** La manipulation du cours de bourse peut, de manière évidente, altérer la décision d'un investisseur dans la mesure où toute modification d'une condition du marché peut constituer un signal pour un investisseur, l'incitant à agir dans tel ou tel sens. Et ce d'autant qu'elle vise généralement à tromper les investisseurs, constituant ainsi, comme l'information défectueuse du public, une sorte de « *manipulation des esprits* »¹²⁶⁶. M. Jean Stoufflet écrit à ce propos : « *il ne s'agit pas de protéger telles ou telles personnes contre une altération de leur consentement au sens où on l'entend en droit civil, mais d'éviter, selon une heureuse formule, que soient adressés au marché des signaux trompeurs. Le marché fonctionne, le cours se forme sur la base des ordres transmis. Chaque ordre est pour le marché un signal susceptible d'entraîner une réaction d'autres opérateurs.*

¹²⁶⁵ Comp. J. Chacornac, *op. cit.*, n° 905 et s., spéc. n° 926 et s., se demandant si l'on ne devrait pas adopter en droit français, notamment sur le modèle américain, une logique punitive ou distributive en matière de responsabilité civile, consistant à reverser aux investisseurs, notamment à travers la création de fonds d'indemnisation, le montant des sanctions pécuniaires et des amendes prononcées en cas d'opération d'initié.

¹²⁶⁶ S. Alamovitch, *De la rumeur à la manipulation : la diffusion de fausses informations*, MTF, oct. 1995, n° 74, p. 13.

Si ce signal ne répond pas à une certaine logique, le fonctionnement du marché est perturbé »¹²⁶⁷.

L'opération d'initié n'a pas, elle, pour objet de tromper les autres investisseurs, mais simplement de réaliser une bonne affaire sur le fondement d'un avantage informationnel. Toutefois, elle peut tout autant altérer la décision d'un investisseur, dans la mesure où les ordres passés par l'initié sont également susceptibles de modifier les conditions du marché et donc d'envoyer des signaux trompeurs. Par exemple, en cas d'information confidentielle positive, un investisseur est susceptible de subir soit un préjudice d'altération concrète déterminante de sa décision en vendant trop tôt, sur le fondement des ordres d'achat passés par l'initié sur le titre ou de la hausse du cours de bourse, c'est-à-dire avant la révélation au marché de l'information positive : il n'aura, ainsi, pas pu bénéficier de toute la hausse du cours ; soit un préjudice d'altération concrète non déterminante, en ayant perdu une chance de ne pas avoir acheté plus tôt des titres dont le cours allait augmenter, au vu des ordres d'achat passés sur le titre ou de la hausse du cours de bourse¹²⁶⁸. Un préjudice d'altération concrète de la décision peut donc en résulter pour l'investisseur¹²⁶⁹.

La réparation de ce type de préjudice doit toutefois être rejetée. En effet, pour un petit investisseur, la preuve qu'il aura pris une décision d'investissement à partir d'un signal observé sur le marché - par exemple un achat à la suite de l'observation d'une passation

¹²⁶⁷ J. Stoufflet, *La manipulation de cours, in Etudes sur le cours de bourse*, Economica, 1997, p. 133, spéc. n° 18.

¹²⁶⁸ Symétriquement, en cas d'information confidentielle négative, un investisseur est susceptible de subir soit un préjudice d'altération concrète déterminante de sa décision en achetant trop tôt, au vu des ordres de vente passés sur le titre ou de la baisse du cours de bourse, c'est-à-dire avant la révélation au marché de l'information négative : il n'aura, ainsi, pas pu bénéficier de toute la baisse du cours ; soit un préjudice d'altération concrète non déterminante, en ayant perdu une chance de ne pas avoir vendu plus tôt des titres dont le cours allait baisser, au vu des ordres de vente passés sur le titre ou de la baisse du cours de bourse

¹²⁶⁹ On pourrait également envisager, en s'inspirant de la jurisprudence relative à l'information publique défectueuse, un préjudice d'altération abstraite de la décision, au sens où l'investisseur se trouve, en quelque sorte, placé dans un environnement informationnel faussé, dans lequel le cours de bourse ou les ordres passés par le manipulateur ou l'initié ne correspondent pas à l'information publique disponible. Ce dernier type de préjudice, qui constituerait également une sorte de préjudice moral, nous paraît toutefois, encore plus d'ailleurs qu'en matière d'information publique défectueuse, trop incertain, imprécis et évanescent pour constituer un préjudice réparable. Dans le même ordre d'idées, certains auteurs ont estimé que l'on pourrait considérer que l'opération d'initié cause un préjudice moral lié à la rupture d'égalité entre les investisseurs. V., ainsi, J. Lasserre Capdeville, *Le délit d'initié : une infraction modelée par les juges, in Particularités du droit pénal des marchés financiers*, AJ pénal, févr. 2011, p. 60 : « il est vrai que l'atteinte de l'initié à l'égalité des investisseurs n'a pas un impact sur les cours. Il ne fait donc pas perdre une chance aux investisseurs de réaliser une opération particulière. On pourrait néanmoins considérer avec d'autres que cette rupture d'égalité cause à ces mêmes investisseurs un préjudice moral. Il reviendra alors au juge de l'apprécier » ; dans le même sens, A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1574. Un tel préjudice nous paraît toutefois, lui aussi, trop incertain et imprécis pour être réparé. En outre, au-delà de leur faiblesse conceptuelle, la reconnaissance de ce type de préjudices comporte un risque de désresponsabilisation des investisseurs.

croissante d'ordres sur un titre -, sera particulièrement délicate à établir¹²⁷⁰. Il en résulte que seul un aménagement de la responsabilité, consistant dans l'instauration d'une présomption de causalité entre la manipulation ou l'opération d'initié et la décision d'investissement, serait de nature à y remédier. Or, nous y sommes opposé pour les raisons déjà mises en avant à propos de l'information publique défectueuse. D'une part, cette présomption ne sera généralement pas justifiée par la vraisemblance : les investisseurs se déterminent à partir de nombreux facteurs, de nature à la fois objective et subjective, et il y a fort à parier que nombre d'investisseurs auront pris leur décision d'investissement pour des motifs autres que les signaux éventuellement envoyés par le manipulateur¹²⁷¹ ou l'initié. Ajoutons également qu'en raison de la faible probabilité du préjudice d'altération de la décision, la théorie de la perte de chance est particulièrement peu adaptée en la matière. D'autre part, cette présomption de causalité ne sera pas plus justifiée par un motif de politique juridique tenant à la protection des petits investisseurs par la responsabilité civile, dans la mesure où, faisant du manipulateur ou de l'initié l'assureur des investisseurs contre l'aléa boursier, elle sera contraire à leur nécessaire responsabilisation sur des marchés particulièrement et intrinsèquement risqués.

¹²⁷⁰ V., ainsi, Y. Guyon, *Aspects juridiques de la manipulation de cours*, in *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, Association d'économie financière France, éd. P.A.U., 1994, p. 87, spéc. p. 90 : « dans le cas de manquement comme dans celui de délit, les victimes de la manipulation peuvent demander en justice des dommages-intérêts. Mais, en pratique, il leur est difficile d'établir le lien de causalité entre la manipulation et le dommage qu'elles prétendent avoir subi ».

¹²⁷¹ L'on peut prendre ainsi l'exemple de l'affaire *Les Beaux Sites*. Certes, cette affaire a trait à des faits assez caricaturaux, même elle est la seule, à notre connaissance, dans laquelle le juge civil a été amené à se prononcer en matière de manipulation de cours (TGI Paris, 18 oct. 2000, *Les Beaux Sites* – CA Paris 18 févr. 2002, n° 2001/02489, *Les Beaux Sites* : Bull. Joly Bourse, 2002, n° 5, p. 451, note L. Ruet). 980 actionnaires minoritaires de la société LBS, emmenés par une association, reprochaient à un investisseur institutionnel, la Caisse des dépôts et consignations (CDC) d'avoir, par une acquisition de 2 % du capital de LBS, soutenu le cours de bourse des titres de la société et faussé ainsi le fonctionnement du marché, ce qui caractérisait, selon eux, une faute civile au sens des articles 1382 et 1383 du Code civil. Ils estimaient en effet que l'entrée au capital de LBS et le soutien du cours de bourse qui en était résulté avaient été déterminants dans l'esprit des investisseurs et les avaient conduits à négliger les informations négatives diffusées sur la société, en conservant leurs avoirs ou en se portant acquéreurs de titres. Les investisseurs auraient ainsi été déterminés par la manipulation à acheter des actions LBS ou à conserver celles qu'ils détenaient déjà en portefeuille, ce qui revenait à se prévaloir d'une altération concrète déterminante de la décision. La cour a refusé toute indemnisation au motif que les investisseurs ne pouvaient pas légitimement se prévaloir d'avoir été induits en erreur par l'entrée au capital de LBS par la CDC. Elle s'appuie, pour cela, sur la méthode du faisceau d'indices : la société étant cotée sur le compartiment hors-cote de la bourse de Paris, qui constitue un marché spéculatif, les investissements qui y étaient réalisés relevaient nécessairement d'une gestion spéculative et non prudente ; la transaction avait été conclue par la CDC à un prix normal ; la CDC a immédiatement démenti les rumeurs selon lesquelles elle aurait été un des repreneurs de la LBS ; l'information publique relative à la société, particulièrement défavorable, ne pouvait qu'inciter les investisseurs à la prudence, c'est-à-dire à vendre ou, au moins, à ne pas acheter ; enfin, la lente érosion du cours du titre avait laissé aux investisseurs plusieurs mois pour se défaire de leurs titres. La décision ne peut qu'être approuvée : il nous semble effectivement qu'étaient davantage en cause les risques pris par les investisseurs sur le marché hors-cote dans une société à la santé financière précaire, qu'un bien incertain signal lié à une acquisition réalisée par la CDC. V., ainsi, les observations de L. Ruet, note sous CA Paris 18 févr. 2002, *Les Beaux Sites*, préc., qui s'étonne de l'« *acharnement procédural* » des associations d'actionnaires minoritaires, les différentes procédures, pénales et civiles, ayant duré en l'espèce près de 10 ans.

502 - **La limitation au préjudice prouvé d'altération de la décision en cas d'intervention frauduleuse sur le marché.** Pour des raisons que nous allons expliciter, la réparation des préjudices d'altération du marché, qu'il s'agisse du préjudice d'altération du cours (**Section I**) ou du préjudice d'altération du carnet d'ordres (**Section II**), doit être également rejetée. Il en résulte dès lors que, comme en cas d'information publique défectueuse, une limitation de la réparation au préjudice prouvé d'altération de la décision s'impose également en matière d'intervention frauduleuse sur le marché.

Section I - **Le rejet du préjudice d'altération du cours**

503 - **Le rejet du préjudice d'altération du cours en matière d'intervention frauduleuse sur le marché.** Si le préjudice d'altération de cours a pu être admis par la jurisprudence dans le cas spécifique de l'opération d'initié (**Paragraphe 1**), des raisons militent, de manière générale, pour son rejet en matière d'intervention frauduleuse sur le marché (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - **L'admission prétorienne du préjudice d'altération de cours en matière d'opération d'initié**

504 - **Considérations liminaires. La quasi-absence de jurisprudence en matière d'intervention frauduleuse sur le marché boursier.** Si la jurisprudence est déjà rare en matière d'information publique défectueuse, elle l'est encore bien plus en matière d'intervention frauduleuse sur le marché. On peut y voir deux explications. Premièrement, si les sanctions administratives pour fausse information sont assez fréquentes, tel n'est pas le cas pour les opérations d'initié, qui ne concernent chaque année pas plus d'une dizaine d'affaires, et encore moins pour les manipulations de cours, du fait que les pratiques sanctionnées, « *souvent fugaces, multiformes et peu voyantes, sont beaucoup plus difficiles à déceler qu'une opération d'initié* »¹²⁷². Or, faute de sanction préalable, les investisseurs éventuellement lésés ne peuvent avoir connaissance des fautes commises et tenter une action. Deuxièmement, l'on observe, comme en matière d'information publique défectueuse d'ailleurs, qu'en dépit d'un certain activisme des associations d'investisseurs, beaucoup de sanctions ne sont pas

¹²⁷² 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*, RB éd., 2005, p. 439, spéc. n° 2.

suivies d'une action en responsabilité civile. Tel est le cas en particulier en matière de manipulation de cours, où la jurisprudence française ne fournit à proprement parler aucune illustration de l'indemnisation d'investisseurs victimes d'une manipulation de cours¹²⁷³, alors que certaines sanctions administratives en la matière illustrent assez bien en quoi les conditions économiques relatives au titre concerné ont été artificiellement modifiées (cours, volume, activité), ce qui a pu s'avérer préjudiciable pour les investisseurs. Cela tient certainement aux difficultés pratiques de mise en œuvre d'une telle action pour ces associations.

- 505 - **La jurisprudence en matière d'opération d'initié.** Reste que la jurisprudence a toutefois eu l'occasion de se prononcer en matière d'opération d'initié. La Cour de cassation a d'abord reconnu l'existence formelle d'un préjudice (A). Les juges du fond en ont ensuite précisé la nature, en admettant la possibilité d'un préjudice d'altération du cours (B).

A - La reconnaissance formelle de l'existence d'un préjudice

- 506 - **La reconnaissance formelle de l'existence d'un préjudice par la Cour de cassation.** Par un arrêt du 11 décembre 2002, la Cour de cassation a exclu la qualification d'infraction d'intérêt général pour le délit d'initié (1). Le choix de politique judiciaire effectué reste, cependant, restrictif (2).

1 - L'exclusion de la qualification d'infraction d'intérêt général

- 507 - **Le nouveau principe posé par la Cour de cassation dans l'arrêt du 11 décembre 2002.** En date du 11 décembre 2002, la chambre criminelle de la Cour de cassation a admis la recevabilité, au stade de l'instruction, de la constitution de partie civile d'un actionnaire du chef de délit d'initié¹²⁷⁴. Les faits étaient les suivants. Deux sociétés, actionnaires minoritaires

¹²⁷³ Cf. *supra* l'affaire *Les Beaux Sites*.

¹²⁷⁴ Cass. crim. 11 déc. 2002, n° 01-85.176, Alain G., Bull. crim. n° 224, JurisData n° 2002-017219 : Rev. sociétés, 2003, n° 1, p. 145, note B. Bouloc ; RTD com., 2003, p. 390, obs. B. Bouloc ; Procédures, mars 2003, comm. n° 71, p. 23, note J. Buisson ; Bull. Joly Sociétés, 2003, n°4, p. 433, § 87, note E. Dezeuze ; RTDF, 2006, n° 3, p. 162, note E. Dezeuze ; Gaz. Pal. 21-22 févr. 2003, n° 53, p. 25, note C. Ducouloux-Favard ; LPA, 5 août 2003, n° 155, p. 12, note A.-D. Merville ; RDBF, 2003, n° 2, note Ph. P. ; RSC, 2004, p. 113, obs. J. Riffault-Silk ; Dr. pén., mars 2003, n° 35, p. 17, note J.-H. Robert ; RTD com., 2003, p. 336, obs. N. Rontchevsky ; Bull. Joly Bourse, 2003, n°2, p. 149, § 23, note F. Stasiak ; Banque et droit, mars-avr. 2003, n° 88, p. 36, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; D., 2003, p. 424 ; RJDA, 2003, p. 447, n° 504.

et administrateurs d'un émetteur, qui souhaitaient céder leur participation au capital de ce dernier, avaient mandaté une banque afin de trouver un acquéreur et proposé de communiquer aux candidats éventuels, par l'intermédiaire de cette banque, des informations confidentielles et privilégiées sur l'émetteur, en exigeant de ceux-ci la signature d'une lettre de confidentialité par laquelle ils s'engageaient, si leur offre était écartée, à ne pas effectuer de transaction sur le titre en question pendant deux ans. Une société s'est portée candidate au prix d'achat de 35,06 euros alors que le titre avait été coté jusqu'à 42,68 euros dans les mois précédents. La cession est intervenue et, par la suite, la société cessionnaire a déposé une offre publique d'achat des actions au même prix, laquelle a fait l'objet d'une décision favorable du Conseil des marchés financiers (CMF) et d'une note d'information visée par la COB. Un actionnaire a déposé plainte avec constitution de partie civile contre personne non dénommée, des chefs de délit d'initié, abus de pouvoirs et escroquerie, semblant suspecter que les cessions d'actions par les administrateurs avaient été opérées alors que ceux-ci étaient en possession d'informations privilégiées. Le juge d'instruction déclare irrecevable la constitution de partie civile du chef de délit d'initié en relevant que « *la cession d'actions par des administrateurs disposant d'informations privilégiées, si elle peut porter atteinte au fonctionnement normal du marché, ne cause par elle-même aucun préjudice personnel et direct aux autres actionnaires de la société ni à la société elle-même* ». La chambre de l'instruction confirme l'ordonnance du juge d'instruction.

La chambre criminelle, après avoir rappelé de manière classique que « *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 au juge d'instruction d'admettre comme possible l'existence du préjudice en relation directe avec une infraction à la loi pénale* », censure la chambre de l'instruction au motif péremptoire qu'« *à le supposer établi le délit est susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires* ». Par cette décision, la Cour de cassation, venant répondre aux interrogations de la doctrine, pose un nouveau principe, selon lequel le délit d'initié est susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires¹²⁷⁵.

¹²⁷⁵ La jurisprudence n'avait, semble-t-il, pas eu auparavant l'occasion d'aborder directement la question. Dans l'affaire *Société générale de fonderie*, des actionnaires s'étaient constitués parties civiles à l'encontre de prévenus qui étaient poursuivis à la pour délit d'initié et délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses,

508 - **Un choix de politique judiciaire : l'exclusion de la qualification d'intérêt général.** Par cette décision, la chambre criminelle de la Cour de cassation, en admettant l'existence d'un préjudice résultant d'une opération d'initié - qui pourrait d'ailleurs être allégué également devant le juge civil -, fait un choix de politique judiciaire, consistant à rejeter la qualification d'intérêt général et à ouvrir l'action civile du chef de délit d'initié à l'ensemble des actionnaires d'une société.

Autant dire que la nouvelle solution n'allait pas de soi. En effet, on considérait traditionnellement que la répression du délit d'initié n'avait pour objet que l'intérêt du marché, dont elle assurait l'intégrité et le bon fonctionnement, et, partant, faisait partie de la catégorie, définie par la Cour suprême, des infractions d'intérêt général dont la finalité est la poursuite de l'intérêt général, dont seul le ministère public a la charge d'assurer la sauvegarde, à l'exclusion de tout intérêt particulier. C'était d'ailleurs la position qui avait dans cette espèce été soutenue par le juge d'instruction puis par la chambre de l'instruction, qui avaient estimé que si la cession d'actions par des administrateurs disposant d'informations privilégiées pouvait porter atteinte au fonctionnement normal du marché, elle ne causait par elle-même aucun préjudice personnel et direct aux autres actionnaires de la société ni à la société elle-même. La Cour de cassation prend le contrepied de cette conception et énonce clairement, en affirmant la possible existence d'un préjudice causé par le délit d'initié, que ce délit poursuit, outre l'intérêt général comme toute infraction, des intérêts particuliers. Le délit d'initié vient ainsi s'ajouter à la longue liste des infractions que la Haute juridiction considère, malgré les apparences, comme ne relevant pas uniquement de l'intérêt général. L'on sait en effet que la catégorie des infractions d'intérêt général est en très net recul depuis une trentaine d'années, notamment dans le domaine des infractions économiques, dans lequel la tendance

mais sans formuler de demande d'indemnisation du chef de délit d'initié. La cour d'appel de Paris s'était ainsi contentée de relever que les parties civiles n'avaient « *en rien allégué et encore moins démontré le lien de causalité entre le préjudice qu'ils invoquent et dont la cour a admis le principe, et le délit d'initié* » (CA Paris, 9^e ch. corr., 15 janv. 1992, préc.). On relèvera tout de même que la cour semble affirmer avoir « *admis le principe* » d'un préjudice pouvant résulter du délit d'initié, sans que cela soit toutefois parfaitement clair. En cassation, la chambre criminelle avait affirmé 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 (...), est sans qualité pour critiquer la décision de la cour d'appel en ce qu'elle relaxe M. du chef de délit d'initié ; que dès lors le moyen est irrecevable* », semblant, par une interprétation *a contrario*, admettre l'éventualité d'une constitution de partie civile du chef de délit d'initié. Par ailleurs, la Cour de cassation avait pu, en 2002, rejeter le pourvoi formé par une partie civile à la suite d'un non-lieu prononcé sur sa plainte avec constitution de partie civile des chefs de délit d'initié, recel et complicité, mais la question de la recevabilité de l'action civile du chef du délit d'initié n'avait pas été explicitement abordée (Cass. crim. 23 mai 2002, n° 01-84428, disponible sur Légifrance).

est à considérer qu'elles assurent non seulement la protection du bon fonctionnement d'un marché ou d'une activité économique ou financière, mais également celle des intérêts des personnes qui opèrent sur ce marché ou dans le cadre de cette activité.

Ce faisant, la Cour de cassation, qui semble d'ailleurs rejoindre la conception du législateur puisque le chapitre du Code monétaire et financier dans lequel est contenu le délit d'initié s'intitule « *infractions relatives à la protection des investisseurs* », fait « *un choix de politique judiciaire* »¹²⁷⁶, consistant à ouvrir l'action civile aux particuliers dans le but de leur permettre de demander réparation de leur préjudice devant le juge pénal et de profiter ainsi des facilités de preuve apportées par la procédure inquisitoire, et de mettre en œuvre ou de corroborer l'action publique si celle-ci a déjà été mise en œuvre par le Parquet. M. Jacques Buisson écrit ainsi : « *on aurait pu considérer que l'incrimination de délit d'initié protégeait l'intérêt général en ce sens qu'elle tend non pas à la protection des actionnaires eux-mêmes, mais à la transparence des marchés et au respect des règles du jeu boursier. Mais dans le souci de protéger aussi les actionnaires et d'aider le ministère public à la poursuite des délits spécifiques, la Chambre criminelle a extrait ce délit du champ des infractions dites d'intérêt général. Son raisonnement pourrait être étendu à bien d'autres infractions du droit pénal des affaires* »¹²⁷⁷.

509 - La controverse doctrinale sur l'existence du préjudice. La solution énoncée par la Cour de cassation en 2002 s'inscrit en fait dans le cadre d'une controverse doctrinale sur l'existence d'un préjudice en cas d'opération d'initié. Si le débat est vigoureux et ancien aux Etats-Unis, la doctrine française ne se préoccupe de la question que depuis un peu plus d'une vingtaine d'années¹²⁷⁸. Les réflexions en la matière sont donc récentes et, en outre, relativement rares. Elles sont toutefois particulièrement tranchées : certains auteurs refusent catégoriquement de reconnaître l'existence d'un préjudice, tandis que d'autres l'admettent sans réserve.

Antérieurement à la prise de position de la chambre criminelle dans son arrêt du 11 décembre 2002, la doctrine majoritaire rangeait le délit d'initié parmi les infractions d'intérêt général en

¹²⁷⁶ J.-H. Robert, note sous Cass. crim. 11 déc. 2002, Dr. pén., mars 2003, p. 17.

¹²⁷⁷ J. Buisson, note sous Cass. crim. 11 déc. 2002, Procédures, mars 2003, comm. n° 71, p. 23.

¹²⁷⁸ V., toutefois, Ch. Gavalda, *Droits et devoirs des initiés dans les sociétés par actions, un exemple de collaboration entre la COB et la justice pénale*, Rev. sociétés, 1976, p. 589, spéc. p. 607, se prononçant, dès les années 1970, en faveur de la recevabilité de l'action civile en cas de délit d'initié. M. Puech, *La Commission des opérations de Bourse et la surveillance du marché boursier au regard du droit pénal*, in *Mélanges en l'honneur de Daniel Bastian*, Litec, 1974, p. 211, spéc. p. 237, s'était gardé en revanche de trancher la question.

estimant que ce délit ne portait atteinte qu'aux seuls intérêts du marché, à l'exclusion de tout intérêt particulier. M. Henri Hovasse écrit ainsi en 1992, à propos de l'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris à l'occasion de l'affaire *Société générale de fonderie*, dans laquelle des actionnaires s'étaient constitués parties civiles non seulement du chef du délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, mais également de celui du délit d'initié, sans demander toutefois la réparation d'un quelconque préjudice : « *on aperçoit mal comment le délit d'initié pourrait donner prise à une demande en réparation de la part d'opérateurs, car ce délit ne cause aucun préjudice. Rappelons que ce délit consiste à réaliser ou permettre de réaliser des opérations grâce à des informations privilégiées. Les opérations ainsi réalisées, si immorales soient-elles, ne causent aucun préjudice financier aux opérateurs. Si un initié titulaire d'informations boursières se porte acquéreur, il va tirer les cours vers le haut et toute la communauté des opérateurs en bénéficie. S'il n'avait pas acheté, les opérateurs auraient accompli leurs opérations sur des cours plus bas établis en considération des informations disponibles à ce moment-là : ils ne sont pas admis à s'en plaindre car ce qui est reproché à l'initié ce n'est pas de ne pas avoir divulgué des informations, mais d'avoir opéré grâce à des informations non divulguées. Le même raisonnement pourrait être conduit en sens inverse lorsque l'initié est titulaire d'informations défavorables. En dépit de son immoralité, le délit d'initié n'est la cause d'aucun préjudice réparable pour les opérateurs. Il en résulte notamment que faute de préjudice, fût-ce indirect, des associations agréées pour la défense des investisseurs en valeurs mobilières ne sauraient se constituer partie civile dans un délit d'initié. La situation est profondément différente en cas de délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses en vue d'agir sur les cours* »¹²⁷⁹.

La position de principe est on ne peut plus claire : le délit d'initié ne cause aucun préjudice aux investisseurs. Le principal argument avancé à l'appui de cette position est que l'initié n'étant tenu que d'une obligation d'abstention, à l'exclusion de toute obligation d'information, il ne peut être regardé comme responsable de l'atteinte à la transparence du marché que constitue la dissimulation de l'information privilégiée. La plupart des auteurs expriment alors une opinion similaire, estimant que la commission du délit d'initié affecte

¹²⁷⁹ H. Hovasse, note sous CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 15 janv. 1992, Dr. sociétés, 1992, n° 9, comm. 189, p. 13.

essentiellement l'intérêt général de sorte qu'elle ne peut donner lieu à la réparation d'intérêts particuliers¹²⁸⁰.

Quelques auteurs plaidaient, toutefois, déjà en faveur d'une réparation des préjudices résultant du délit d'initié. M. Alain Viandier écrivait ainsi : « *les Américains écrivent parfois que le délit d'initié est un victimless-crime. A lire la littérature européenne, cette assertion est exacte et la victime est superbement ignorée, par les auteurs comme par le législateur. Cela s'explique par le doute des victimes sur la possibilité d'une réparation, par un sentiment de fatalité ou de réflexe de joueur malchanceux ou encore par les frais induits par une instance et par les difficultés techniques – causalité, préjudice relevant de la perte d'une chance – d'une action en responsabilité délictuelle. (...) il serait expédient d'aménager une procédure propre à permettre aux victimes d'infractions boursières d'obtenir réparation des préjudices subis* »¹²⁸¹. M. Yves Guyon entrait encore davantage dans les détails puisqu'il souhaitait que la sanction pénale de l'infraction s'accompagne de mesures de réparation et suggérait d'attribuer d'office à la société le bénéfice réalisé frauduleusement par l'initié, tout en considérant néanmoins, avec beaucoup de pertinence, que « *le véritable préjudice est subi par les opérateurs qui ont traité avec l'initié, mais qui ne le savent pas, compte tenu du secret des opérations de bourse* »¹²⁸².

Enfin, la solution rendue par la chambre criminelle de la Cour de cassation, en 2002, n'a pas rallié l'ensemble de la doctrine et mis fin aux incertitudes. Certains y ont notamment fustigé, en des termes éloquents, la manifestation de la tendance contemporaine à ériger toute personne en victime potentielle, quitte à mettre à jour des préjudices fantaisistes : « *il n'est d'infraction plus triviale à commettre, plus difficile à identifier et plus profitable que*

¹²⁸⁰ V., notamment, H. de Vauplane et O. Simart, art. préc., spéc. n° 28, p. 95 ; M. Jeantin, note sous Cass. crim. 15 mars 1993, Bull. Joly Bourse, 1993, n° 4, p. 365, § 76 ; F. Peltier, note sous CA Paris, 9^e ch. corr., 15 janv. 1992 et Cass. crim. 15 mars 1993, Banque et droit, nov.-déc. 1993, p. 22, spéc. p. 23 ; F. Franchi, *A quoi peut bien servir la responsabilité pénale des personnes morales ?*, RSC, 1996, p. 277, spéc. p. 286 ; P. Morel, *L'utilisation en bourse d'informations privilégiées - Évolution conceptuelle*, th. Paris I, dir. A. Tunc, 1984, p. 2.50 : « *il est clair, d'autre part, que si les particuliers doivent participer à la lutte contre les initiés, le régime de leur action ne relève pas des principes de la responsabilité civile dont l'application dans notre contexte est non seulement contestable mais dangereuse. En effet, l'utilisation en bourse d'une information privilégiée ne fait pas plus de victime spécifique qu'elle n'a d'incidence pécuniaire à l'égard des non-initiés* ».

¹²⁸¹ A. Viandier, *Observations sur le délit d'utilisation d'une information privilégiée*, Intervention aux Entretiens de la COB du 28 novembre 1991, Bull. Joly Sociétés, 1992, n° 3, p. 253, § 76.

¹²⁸² Y. Guyon, *Droit des affaires*, t. 1, Economica, 12^e éd., 2003, n° 324, p. 344. V. également, dans le même sens, A. Pietrancosta, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, th. Paris I, dir. Y. Guyon, 1999, éd. Transactive (CD-Rom), 2000, spéc. n° 1470 ; A.-D. Merville, *La spéculation en droit privé*, préc., spéc. n° 649.

l'exploitation illicite d'une information privilégiée. Les opérations d'initié méritaient donc l'arsenal législatif et réglementaire destiné à les prévenir et à les sanctionner. Cependant, alors que la justice pénale et la Commission des opérations de bourse ont le pouvoir de repérer et de poursuivre, de juger et sanctionner lourdement les auteurs de ces opérations illicites, est-il nécessaire d'inviter, en la personne des émetteurs ou des porteurs de titres, de nouveaux acteurs aux poursuites, en leur découvrant un bien contestable préjudice ? L'initié a triché en bourse et commis un profit ? Que la sanction en soit à la mesure. Mais que l'on n'en infère pas pour autant que tout profit illicite ou toute malhonnêteté génère au détriment d'un tiers un dommage corrélatif. Gardons-nous, dans le domaine, de cette tendance plus générale de notre époque, qui tend à ériger au rang de victime tout insatisfait ou récriminateur, au risque de dévaloriser ceux qui, véritablement, souffrent en leur chair ou sont affectés en leur patrimoine ou leurs ressources »¹²⁸³. D'autres ont, en revanche, approuvé la solution. M. Frédéric Stasiak écrit ainsi : « en affirmant à juste titre qu'un délit d'initié peut causer un préjudice direct et personnel aux actionnaires, la présente décision œuvre certainement davantage pour la moralisation des marchés financiers que les réformes législatives qui se sont succédé en la matière puisqu'elle protège les investisseurs et pas uniquement l'investissement. (...). Certes les difficultés de caractérisation et d'évaluation de ces préjudices individuels sont réelles et le principe de juste réparation commande d'éviter toute simplification excessive, comme le système forfaitaire. Mais une jurisprudence qui sait évaluer "le prix des larmes" ne devrait pas être gênée outre mesure pour réparer un préjudice financier aussi complexe soit-il »¹²⁸⁴.

Il faut bien remarquer toutefois que le choix de politique judiciaire effectué reste restrictif.

2 - Un choix de politique judiciaire restrictif

- 510 - **Un choix de politique judiciaire restrictif.** Le choix de politique judiciaire effectué par la Cour de cassation reste, toutefois, restrictif, aussi bien quant au caractère formel du préjudice **(a)**, que quant à son étendue limitée **(b)**.

¹²⁸³ E. Dezeuze, note sous Cass. crim. 11 déc. 2002, Bull. Joly Sociétés, 2003, p. 437, § 87.

¹²⁸⁴ F. Stasiak, note sous Cass. crim. 11 déc. 2002, Bull. Joly Bourse, 2003, p. 149, § 23.

a - Le caractère formel du préjudice

511 - **Un préjudice reconnu au stade de l’instruction.** Il faut bien remarquer que l’arrêt rendu par la Haute juridiction ne concerne la recevabilité de l’action civile qu’au stade de l’instruction. L’on sait en effet, et la Cour de cassation l’a justement rappelé ici, que l’existence d’un préjudice personnel et direct est appréciée de manière plus souple devant la juridiction d’instruction que devant la juridiction de jugement¹²⁸⁵. Il suffit à ce stade que les circonstances sur lesquelles la constitution de partie civile s’appuie permettent au juge d’instruction d’admettre comme possibles l’existence du préjudice et sa relation directe avec une infraction à la loi pénale. Cette différence d’appréciation entre juridiction de jugement et juridiction d’instruction concerne ainsi la certitude du préjudice : si la juridiction de jugement doit vérifier que le préjudice allégué est bien certain, la juridiction d’instruction peut se contenter d’un préjudice simplement possible ou éventuel. Cette solution est parfaitement justifiée puisque l’un des objectifs de la période d’instruction, phase caractérisée par le doute au cours de la procédure pénale, est justement d’établir la certitude du préjudice. Elle est, d’ailleurs, admise de longue date et fréquemment rappelée par la Cour de cassation.

Autrement dit, ce n’est, en l’espèce, qu’un préjudice possible, éventuel et non certain, qui a été reconnu ici par la Cour suprême¹²⁸⁶. Il ne semble pas, d’ailleurs, que la partie civile, faute d’avoir été entendue par le juge d’instruction, ait eu l’occasion de caractériser précisément la nature de son préjudice. On ne sait si elle plaignait de la perte de valeur de ses titres ou de la perte de chance de les céder pour plus cher du fait de la révélation d’informations privilégiées indirectement entraînée par les opérations d’initié prétendument commises - le caractère direct du préjudice aurait alors posé question devant la juridiction de jugement -, ou bien si elle avait passé des ordres sur le marché et estimait avoir alors subi alors des préjudices d’inexécution et de contrepartie¹²⁸⁷.

¹²⁸⁵ Il est d’ailleurs critiquable que l’arrêt ait été rendu au visa, non seulement des articles 85 et 87 du Code de procédure pénale qui concernent la recevabilité de l’action civile devant la juridiction d’instruction, mais également au visa des articles 2 et 3 du même code, qui ne trouvent pourtant à s’appliquer qu’à la recevabilité de l’action civile devant la juridiction de jugement.

¹²⁸⁶ Comp. E. Dezeuze, note sous Cass. crim. 11 déc. 2002, Bull. Joly Sociétés, 2003, p. 437, § 87, estimant que c’est justement parce que « *le contrôle attendu de la juridiction d’instruction est minimal, celle-ci pouvant se contenter de vérifier si, abstraitement le délit dénoncé est susceptible d’occasionner un préjudice à une catégorie de personnes à laquelle appartient le plaignant* », que « *l’affirmation de la possibilité d’un préjudice causé à l’actionnaire par le délit d’initié a (...) une portée d’autant plus générale* ».

¹²⁸⁷ Cf. *infra*.

b - L'étendue limitée du préjudice

512 - **Un préjudice limité aux seuls actionnaires.** Il faut enfin noter que si la Cour de cassation décide d'ouvrir les vannes de l'action civile en matière de délit d'initié, elle ne le fait, apparemment, qu'au profit des actionnaires et non de l'ensemble des investisseurs. Cela peut surprendre car l'opération d'initié porte atteinte à l'intégrité et au bon fonctionnement du marché, qui veulent que les investisseurs respectent les règles du jeu boursier et évitent la triche de manière à ce qu'ils soient tous placés sur un pied d'égalité en termes d'information et de chance de gain ; il en résulte donc que l'ensemble des investisseurs sur le marché sont susceptibles d'être atteints. En fait, il semble que, par cette sélection des parties civiles recevables, la Cour de cassation ait également opéré un choix de politique judiciaire restrictif¹²⁸⁸, consistant à limiter l'ouverture de l'action civile aux investisseurs qui entretiennent une relation avec le titre concerné pour avoir été actionnaires de la société au moment de la commission du délit d'initié. Il se peut toutefois que la Cour de cassation ait également entendu viser l'ensemble des investisseurs ayant eu la qualité d'actionnaire sur toute la période pendant laquelle les ordres passés par l'initié ont eu un impact sur le cours de bourse ; seraient ainsi couverts tous ceux qui ont acheté, vendu ou conservé le titre pendant cette période. La restriction serait alors particulièrement limitée puisque tous les investisseurs seraient en droit d'agir, à l'exception seulement de ceux s'étant abstenus d'acheter le titre en raison du délit d'initié¹²⁸⁹. La formule, assez lapidaire, de la Cour de cassation ne permet pas de trancher.

De la même façon, la chambre criminelle se garde de porter la contradiction à la position soutenue par les juridictions d'instruction qui avaient expressément affirmé que le délit d'initié ne causait aucun préjudice personnel et direct à la société, et d'ouvrir l'action civile au bénéfice de celle-ci. De ce point de vue également, la position a de quoi surprendre car on voit

¹²⁸⁸ V., ainsi, J.-H. Robert, note sous Cass. crim. 11 déc. 2002, Dr. pén., mars 2003, n° 35, p. 17 : « (...) mais si l'exploitation d'informations privilégiées est incriminée, c'est dans l'intérêt de la "transparence des marchés" selon l'intitulé de la section qui contient l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier. Ce texte, comme ceux qui protègent la monnaie ou le chèque, est destiné à asseoir la confiance du public à l'égard des valeurs financières, à attirer vers la Bourse les investisseurs sans distinctions fondées sur la composition de leur portefeuille. La sélection que fait la chambre criminelle parmi les parties civiles recevables est donc un choix de politique judiciaire, inspirée par l'opportunité comme l'est le principe même de la recevabilité de l'action civile des actionnaires ».

¹²⁸⁹ V., ainsi, H. de Vauplane et J.-J. Daigre, note sous Cass. crim. 11 déc. 2002, Banque et droit, mars-avr. 2003, n° 88, p. 36, selon lesquels la Cour de cassation « considère implicitement que le délit d'initié porte atteinte aux intérêts de tous ceux qui interviennent sur le marché du titre, ce qui économiquement reste à démontrer ».

mal en quoi la société dont les titres font l'objet d'une opération d'initié ne pourrait pas éprouver des préjudices qui lui sont propres¹²⁹⁰. Elle peut notamment éprouver un préjudice moral lié à l'atteinte à sa réputation, ainsi qu'un préjudice matériel lié au renchérissement du coût du capital lorsqu'elle souhaite se financer sur les marchés financiers en raison de la perte de confiance des investisseurs¹²⁹¹.

En outre, comme la doctrine l'a relevé avec justesse, « *affirmer qu'un délit d'initié peut causer un préjudice personnel et direct à l'actionnaire est une chose, caractériser ou évaluer ce préjudice en est une autre* »¹²⁹². Il est temps maintenant de voir comment les juges du fond ont tenté de caractériser la nature préjudice découlant d'une opération d'initié.

B - La nature du préjudice

513 - La nature du préjudice : un préjudice d'altération du cours. Après que la Cour de cassation a reconnu de manière formelle l'existence d'un préjudice découlant d'un délit d'initié, les juges du fond ont dû définir plus précisément la nature de ce préjudice. Ils ont alors, en exigeant une altération du cours de bourse (1), admis implicitement qu'un préjudice d'altération du cours pouvait être causé par un délit d'initié (2).

1 - L'exigence d'une altération du cours de bourse

514 - L'exigence prétorienne d'un impact sur le cours de bourse. Les juges du fond n'ont été appelés à se prononcer sur la réparation du préjudice causé par une opération d'initié qu'à l'occasion des deux affaires *Sidel* et *Vivendi* au pénal, dans lesquelles de nombreux investisseurs se sont constitués parties civiles à la fois du chef de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et du chef du délit d'initié. La solution a toutefois été identique dans chacune de ces deux affaires : les juges du fond ont considéré qu'une opération d'initié ne pouvait être source de préjudice que si elle avait pu avoir un impact sur le cours de bourse du

¹²⁹⁰ Sur ce point, v. notamment, en droit américain, W.J. Carney, *Signalling and Causation in Insider Trading*, 36 *Cath. U. L. Rev.* 863, 873 (1987).

¹²⁹¹ En effet, les investisseurs qui apprennent que des opérations d'initié ont eu lieu sur le titre d'un émetteur vont exiger un rendement supérieur lorsqu'ils achètent ou souscrivent des titres dudit émetteur, voire même, pour certains d'entre eux, s'abstenir de tout investissement. Cette perte de confiance va donc se traduire pour l'émetteur par une augmentation du coût de son capital, voire par la non-obtention des financements nécessaires à son activité.

¹²⁹² F. Stasiak, note sous Cass. crim. 11 déc. 2002, Bull. Joly Bourse, 2003, p. 149, § 23.

titre concerné et, faute de pouvoir constater l'existence d'un tel impact, ont systématiquement refusé tout engagement de la responsabilité civile des auteurs du délit. C'est, à ce jour, la seule voie empruntée par la jurisprudence.

Ainsi, dans l'affaire *Sidel*, le tribunal correctionnel de Paris a rejeté, en 2006, l'action civile intentée par les actionnaires minoritaires du chef des délits d'initiés retenus à l'encontre du secrétaire général et du directeur international de la société pour avoir passé des ordres d'achat sur le titre Sidel alors qu'ils étaient en possession d'une information privilégiée constituée par la mise au point d'un nouveau procédé d'emballage et son annonce très prochaine au public¹²⁹³. Tout en rappelant que « *le comportement de détenteurs des informations confidentielles ne doit pas fausser le fonctionnement du marché ni porter atteinte à l'égalité de l'information et procurer un avantage injustifié* », les juges ont estimé, en effet, que les actionnaires n'avaient pu subir aucun préjudice du fait de l'absence d'impact sur l'évolution des cours des délités d'initié au regard des faibles quantités échangées : « *en matière de délit d'initié, le tribunal constate que le nombre d'actions achetées et revendues par J.-P. L. et L. D. V., à savoir respectivement 10 000 et 2 000 titres achetés et revendus à contre tendance, sont insusceptibles d'avoir eu le moindre impact sur l'évolution des cours* »¹²⁹⁴. La solution a été confirmée en appel en 2008¹²⁹⁵.

La solution a été réitérée, en 2011, dans l'affaire *Vivendi*¹²⁹⁶, la même formation du Tribunal correctionnel de Paris écartant à nouveau les constitutions de parties civiles massives des actionnaires du chef des délits d'initié commis par certains dirigeants de la société en relevant qu'« *il n'apparaît pas que le délit d'initié commis par Guillaume Hannezo ou Edgar Bronfman Junior, qui ont mis sur le marché un nombre limité d'actions, ait influé sur le cours du titre* ». La Cour d'appel de Paris a confirmé la décision sur ce point en 2014¹²⁹⁷.

¹²⁹³ Quelques jours avant cette annonce, le secrétaire général avait transmis au gestionnaire de son compte-titres des ordres d'achat de 10 000 titres Sidel, qu'il avait revendus le jour même et le jour suivant l'annonce officielle du nouveau procédé d'emballage en passant un ordre de vente à un cours limité à 90 euros - ce qui signifie pour le tribunal « *qu'il entendait sans équivoque possible réaliser une plus-value sur cette opération* » -, exécuté dans un délai très rapide en raison de la flambée du titre consécutivement à l'annonce, ce qui lui avait permis de réaliser une plus-value de 75 520 euros. De la même façon, le directeur international avait transmis au même gestionnaire, quelques jours avant l'annonce, un ordre d'achat de 2 000 titres Sidel, qu'il avait acquis à un cours moyen de 82,44 euros par action et revendus un mois après au cours de 104 euros, ce qui lui avait permis de dégager une plus-value de 43 120 euros.

¹²⁹⁴ T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, n° 0018992026, *Sidel*, préc.

¹²⁹⁵ CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, n°06/09036, *Sidel*, préc.

¹²⁹⁶ T. corr. Paris, 11^e ch., 21 janv. 2011, *Vivendi Universal*, préc.

¹²⁹⁷ CA Paris, pôle 5 ch. 12, 19 mai 2014, n° 11/03728, *Vivendi Universal*, préc.

2 - Un préjudice d'altération de cours

- 515 - **Un préjudice d'altération de cours.** La motivation des juges du fond est assez lapidaire et ne traite pas explicitement des préjudices qui pourraient résulter pour les investisseurs de l'influence exercée sur le cours de bourse par les ordres passés par l'initié. Elle se contente en effet d'écarter les prétentions des actionnaires au seul motif de l'absence d'impact du délit d'initié sur le cours de bourse. Il ne semble pas non plus que les actionnaires parties civiles aient formulé de moyens précis au soutien de leurs prétentions, ce qui illustre la difficulté de caractériser un préjudice résultant de la commission d'une opération d'initié. Il semble toutefois qu'en posant une telle exigence, les juges ont implicitement admis la possibilité d'un préjudice d'altération de cours en matière d'opération d'initié.
- 516 - **L'intérêt protégé par l'infraction : une atteinte à la libre formation des cours.** Il convient de rappeler tout d'abord que devant le juge pénal la théorie de la relativité aquilienne trouve naturellement sa place. En effet, compte tenu de la prérogative exceptionnelle que constitue pour les victimes la faculté de mettre en mouvement l'action publique, le juge pénal vérifie en principe, pour admettre la recevabilité d'une constitution de partie civile, que l'intérêt lésé chez la victime correspond adéquatement à l'intérêt général protégé par le texte d'incrimination. En conséquence, lorsque le juge répressif se prononce sur la recevabilité d'une action civile portée devant lui du chef d'une infraction, il se prononce déjà sur l'intérêt qu'il estime protégé par ladite infraction. Il est vrai que la chambre criminelle de la Cour de cassation fait preuve désormais d'une plus grande souplesse en la matière. Toutefois, celle-ci concerne essentiellement l'action civile exercée par des victimes par ricochet qui sont des proches¹²⁹⁸. Il n'y a donc *a priori* pas de raison que celle-ci s'exerce en matière de délit d'initié.

Qu'est-ce à dire de l'intérêt protégé par le délit d'initié ? Le juge pénal, ayant admis la recevabilité de l'action civile des actionnaires du chef du délit d'initié et reconnu implicitement leur éventuel préjudice d'altération du cours, il en résulte logiquement que, pour ce juge, l'intérêt protégé par le délit d'initié est la libre formation des cours de bourse. Un tel intérêt, susceptible de concerner tous les investisseurs qui ont acheté, vendu ou

¹²⁹⁸ Cf. *infra*.

conservé le titre, cadre d'ailleurs bien avec les décisions des juges du fond qui ont ouvert l'action civile à l'ensemble des investisseurs, sans faire plus de distinction. En effet, dans l'affaire *Sidel*, le tribunal correctionnel de Paris a admis la recevabilité de l'action civile du chef de délit d'initié des quelques 700 investisseurs qui s'étaient par ailleurs également constitués parties civiles du chef de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et qui avaient acheté ou conservé des titres Sidel pendant la période de fausse information. Dans l'affaire *Vivendi*, la même juridiction a admis une action civile exercée encore plus largement, puisqu'elle concernait cette fois plusieurs centaines de petits porteurs qui s'étaient par ailleurs également constitués parties civiles du chef de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et qui avaient acquis ou conservé mais également cédé des actions Vivendi pendant la période de fausse information. En conséquence, il semble qu'aux yeux du juge pénal, l'opération d'initié constitue avant tout une atteinte à la libre formation des cours, plutôt qu'une atteinte à la transparence du marché.

517 - **Une conception restrictive. L'absence consécutive de responsabilité civile effective en matière d'opération d'initié.** Si les juges du fond ont implicitement admis la possibilité d'un préjudice d'altération de cours en cas d'opération d'initié, il faut bien voir qu'en réalité leur conception reste assez restrictive. Premièrement, ils n'ont envisagé aucun autre type de préjudice. En effet, ils n'ont, à aucun moment, considéré qu'avaient pu être causés des préjudices d'altération de la décision, dans la mesure où les ordres passés par les initiés, quand bien même ils n'avaient pas eu d'effet sur le cours, avaient cependant pu inciter des investisseurs à effectuer des transactions défavorables. Ils n'ont pas plus envisagé d'éventuels préjudices d'altération du carnet d'ordres.

Deuxièmement et surtout, les opérations réalisées par un initié ne seront généralement pas suffisamment massives pour exercer une influence sur le cours de bourse, et ce d'autant que les initiés font généralement en sorte que leurs ordres ne puissent pas être détectés par l'autorité de marché dans l'exercice de son pouvoir de contrôle. On saisit là la différence avec la diffusion de fausses informations ou la manipulation de cours, bien plus susceptibles d'altérer le cours de bourse. La doctrine n'a d'ailleurs pas manqué de le relever : « (...) *en quoi l'information abusivement utilisée a-t-elle automatiquement influencé le cours de bourse ? Certes, il est possible que tel soit le cas lorsque l'initié procède à des interventions massives sur le titre, au risque cependant d'attirer l'attention du régulateur. C'est pourquoi les opérations effectuées par un initié ne "pèsent" généralement pas sur le cours de bourse.*

Dès lors, la formation du cours de bourse n'est pas a priori atteinte par l'utilisation d'une information privilégiée. Le dommage ne peut donc être calculé en fonction du cours de bourse »¹²⁹⁹.

Il résulte ainsi en pratique une absence de responsabilité civile effective en matière d'opération d'initié, faute généralement d'altération du cours. On peut d'ailleurs penser qu'en posant qu'une opération d'initié ne pouvait causer un préjudice aux investisseurs qu'à la condition d'avoir exercé une influence sur le cours de bourse, les juges du fond ont prosaïquement cherché un moyen commode et expéditif d'écarter toute prétention de ce chef, tout en veillant à rester en conformité, au moins formellement, avec la position de principe exprimée par la chambre criminelle de la Cour de cassation dans son arrêt du 11 décembre 2002.

- 518 - **Synthèse.** De prime abord, la jurisprudence française semble désormais plus favorable à la réparation des préjudices résultant d'une opération d'initié. Elle reste, en vérité, assez restrictive. La chambre criminelle de la Cour de cassation s'est d'abord prononcée, en 2002, en faveur de la recevabilité de l'action civile exercée du chef du délit d'initié. C'était un premier pas significatif, qui rejetait définitivement la qualification d'infraction d'intérêt général, mais ne consistait en fait que dans la reconnaissance formelle de la possibilité d'un préjudice. De la même façon, lorsqu'il a fallu passer à l'indemnisation proprement dite, les juges du fond ont admis implicitement la réparation d'un préjudice d'altération de cours. Toutefois, faute pour les opérations d'initié d'exercer généralement un tel impact sur le cours de bourse, il en résulte en pratique une absence de responsabilité civile effective en la matière. Au-delà, de nombreuses raisons militent en faveur du rejet du préjudice d'altération de cours tant en matière d'opération d'initié que de manipulation de cours.

¹²⁹⁹ H. de Vauplane et J.-J. Daigre, note sous Cass. crim. 11 déc. 2002, Banque et droit, mars-avr. 2003, n° 88, p. 36.

Paragraphe 2 - Les raisons du rejet du préjudice d'altération de cours en matière d'intervention frauduleuse sur le marché

519 - **Le rejet du préjudice d'altération du cours en matière d'intervention frauduleuse sur le marché : des raisons traditionnelles et une raison additionnelle.** La réparation du préjudice d'altération du cours doit être rejetée, tant pour la manipulation de cours que pour l'opération d'initié, pour les raisons précédemment évoquées pour l'information publique défectueuse - et que nous qualifierons ainsi de « *traditionnelles* » -, tenant essentiellement à l'incertitude de ce préjudice et à sa réparation par le marché (A). Elle pourrait en outre être rejetée, dans le cas spécifique de l'opération d'initié, pour une raison additionnelle tenant à l'absence de légitimité de ce préjudice (B).

A - Les raisons traditionnelles du rejet du préjudice d'altération du cours

520 - **Les raisons traditionnelles du rejet du préjudice d'altération du cours en matière d'intervention frauduleuse sur le marché.** Tant pour la manipulation de cours que pour l'opération d'initié, le préjudice d'altération de cours doit être, comme en matière d'information publique défectueuse, rejeté car il est incertain (1), et déjà largement réparé par le marché (2).

1 - Un préjudice incertain

521 - **Un préjudice incertain en matière d'intervention frauduleuse sur le marché.** Les difficultés relatives à la certitude du préjudice d'altération de cours, qui ont été mises en évidence à propos de l'information publique défectueuse, restent valables en matière d'intervention frauduleuse sur le marché ; la liquidité et l'instabilité du marché boursier auront également pour effet de diffuser le préjudice d'altération de cours au sein du marché et de compliquer l'analyse de sa certitude et de son évaluation. En outre, pour différentes raisons, le préjudice d'altération de cours va être encore plus incertain tant au regard de la manipulation de cours (a), que de l'opération d'initié (b).

a - La manipulation de cours

522 - **La réparation du préjudice d'altération de cours en matière de manipulation de cours en droit américain.** En droit américain¹³⁰⁰, la théorie de la fraude sur le marché, qui se traduit concrètement par la réparation d'un préjudice d'altération d'un cours, est appliquée avec d'autant plus de facilité en matière de manipulation de cours qu'historiquement, c'est d'abord dans ce cas que la jurisprudence l'a admise. La décision *Affiliated Ute Citizens v. United States*, notamment, a opéré une distinction entre la simple fausse information et la manipulation de cours, en considérant que si les victimes d'un schéma frauduleux de manipulation avaient certes à prouver le lien de causalité entre la manipulation et leur préjudice (*loss causation*), elles étaient en revanche dispensées d'établir la *reliance*¹³⁰¹. De la même façon, dans l'affaire *Chris-Craft Industries v. Piper Aircraft Corp.*, relative à une offre publique, la Cour suprême a estimé qu'un demandeur alléguant un préjudice du fait d'une manipulation du cours n'avait pas à prouver la *reliance*, contrairement à ce qu'il en était en cas de fausse information¹³⁰². La doctrine a pu alors approuver cette distinction, en considérant que la manipulation reposait davantage sur la théorie « *du marché libre et ouvert* » (« *free and open market* »), selon laquelle le public a droit à ce que, sur un tel marché, le cours de bourse ait été fixé par des vraies transactions et non par des manipulations, alors que simple fausse information s'apparentait plutôt à une tromperie (*deceit*) d'où la nécessité de la preuve de la *reliance*¹³⁰³. Comme on l'a vu, la théorie de la fraude sur le marché est aujourd'hui appliquée indifféremment dans les deux cas¹³⁰⁴.

¹³⁰⁰ Les pratiques de manipulation de cours sont définies et prohibées aux sections 9 et 10(a) du *Securities Exchange Act* de 1934. La section 9(e) du *Securities Exchange Act* notamment dispose qu'un investisseur, qui négocie un titre enregistré sur un marché national à un prix affecté par certaines formes de manipulation, peut demander réparation à toute personne ayant participé volontairement à ladite manipulation ; la preuve de la *reliance* n'est pas exigée mais la preuve de la causalité par le demandeur est exigeante, puisque celui-ci doit démontrer à la fois qu'il a acheté ou vendu à un prix affecté par la manipulation et que sa demande est limitée au préjudice subi du fait de la manipulation. La section 10b du *Securities Exchange Act* prohibe également la manipulation de cours, en ce qu'elle constitue la disposition générale contre la fraude qui autorise la SEC à interdire tout moyen ou dispositif visant à manipuler ou à tromper dans le contexte de l'achat ou de la vente de titres (« *manipulative or deceptive device or contrivance* »).

¹³⁰¹ Cf. *supra*.

¹³⁰² *Chris-Craft Indus. v. Piper Aircraft Corp.*, 430 U.S. 1 (1976).

¹³⁰³ B. Black, *Fraud on the Market: A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions*, 62 N.C. L. Rev. 435 (1984).

¹³⁰⁴ On notera également qu'en droit allemand, la Cour de justice fédérale allemande a refusé un droit d'agir en responsabilité civile au titre de l'article 88 du *BörsG* relatif à la manipulation de cours, en considérant que cette loi avait pour finalité la protection du marché et non des investisseurs eux-mêmes. Cet article ayant aujourd'hui été remplacé par l'article 20a du *WpHG*, certains auteurs estiment que le nouveau dispositif vise, lui, à protéger l'investisseur et permet donc une action en responsabilité civile. Le législateur allemand n'ayant toutefois pas expressément prévu ce droit d'action, il se pourrait en fait que la solution soit aussi restrictive que celle rendue dans la décision *Infomatec* en matière de fausse information (cf. *supra*). V. D. Reidenbach, *Executives' Liability for Incorrect Ad Hoc Announcements*, *German Law Review*, vol. 5, n° 9, 2004, p. 1081, spéc. p. 1089.

523 - **L'incertitude du préjudice d'altération de cours en matière de manipulation de cours.**

On pourrait penser de prime abord qu'à l'instar du droit américain, la théorie de l'altération du cours trouve encore plus naturellement à s'appliquer en matière de manipulation de cours puisque, par définition, c'est précisément une déformation du cours de bourse qui est en principe visée. Comme l'énonce la doctrine, « *les manipulations de marché faussent le processus de formation du prix, soit en altérant les informations disponibles, soit en distordant l'offre ou la demande. Le cours s'établit ainsi à un niveau différent de celui que refléterait l'équilibre concurrentiel. Ce n'est plus la loi du marché qui s'exprime, mais la volonté du ou des manipulateurs* »¹³⁰⁵. Le préjudice d'altération de cours a d'ailleurs un caractère plus direct qu'en matière de fausse information, dans la mesure où *a priori* ce n'est pas la réaction des investisseurs à la fausse information qui va ensuite entraîner une déformation du cours, mais directement l'intervention sur le marché.

En vérité, il est extrêmement délicat de déterminer quelle aurait été l'évolution du cours de bourse sans les ordres passés par le manipulateur. Le préjudice d'altération du cours provoqué par la manipulation du cours présente en fait une incertitude encore plus grande qu'en matière d'information publique défectueuse, et ce pour plusieurs raisons. Premièrement, la manipulation peut prendre des formes extrêmement variées, de sorte qu'une conceptualisation du préjudice se révèle quasiment impossible. Deuxièmement, le recours à la technique des études d'événement est encore moins aisé, faute, par définition, de pouvoir s'appuyer sur l'impact sur le cours de bourse lors de la rectification informationnelle ; le scénario contrefactuel apparaît ainsi extrêmement délicat à dessiner, à défaut de pouvoir effectuer les ordres passés par le manipulateur « *en marche arrière* ». Troisièmement, il n'est pas possible, en l'absence de rectification informationnelle, d'utiliser, comme en matière d'information défectueuse, le préjudice subi *ex post* à la suite de la rectification, comme une mesure approximative du préjudice d'altération de cours subi *ex ante*. Il en ressort, en définitive, que le défi que pose l'appréhension du fait économique par le juge, est encore amplifié en matière de manipulation de cours, de sorte que le préjudice d'altération du cours y est encore plus incertain.

b - L'opération d'initié

¹³⁰⁵ M. Tomasi, art. préc., spéc. n° 2.

524 - **L'incertitude du préjudice d'altération de cours en matière d'opération d'initié.**

L'incertitude du préjudice d'altération de cours est, sans doute, encore plus forte en matière d'opération d'initié. En effet, si l'information publique défectueuse et la manipulation des conditions de marché sont assez facilement susceptibles d'exercer un impact sur le cours de bourse, tel n'est pas, le cas, en revanche, de l'exploitation d'un avantage informationnel. L'initié, contrairement à l'auteur d'une information défectueuse ou au manipulateur, ne poursuit d'ailleurs pas cet objectif ; il cherche simplement à réaliser de bonnes affaires sur le marché par l'utilisation de son avantage informationnel.

Même si la question a pu être discutée au sein de la doctrine américaine, il est généralement admis que l'opération d'initié n'a qu'un impact faible sur le cours de bourse, et ce de manière relativement complexe. MM. Ronald Gilson et Reinier Kraakman ont montré notamment que l'effet d'une opération d'initié se déroule habituellement en deux temps : les ordres passés par un initié ne viennent, d'abord, modifier que faiblement l'offre et la demande au sein du carnet d'ordres et donc le cours de bourse ; des non-initiés vont, ensuite, prendre connaissance de la réalisation d'opérations d'initié à travers des fuites ou de l'observation des ordres, ce qui va les amener à passer des ordres dans le même sens et ainsi, éventuellement, à exercer un impact plus significatif sur le cours. Ils font toutefois observer que ce mécanisme en deux temps – qu'ils appellent « *derivatively informed trading mechanism* » - ne fonctionne que de manière lente, sporadique, et relativement aléatoire¹³⁰⁶.

Il apparaît donc, en définitive, qu'en cas d'opération d'initié l'altération du cours reste, encore plus qu'en matière de fausse information, trop incertaine pour constituer un préjudice réparable.

2 - Un préjudice largement réparé par le marché

525 - **Un préjudice largement réparé par le marché en matière d'intervention frauduleuse sur le marché.** Pour rappel, nous avons montré, dans le cadre d'un raisonnement de nature probabiliste, qu'en matière d'information publique défectueuse, le fautif étant un tiers à la transaction, les transactions effectuées par un investisseur diversifié sur le marché secondaire

¹³⁰⁶ R.J. Gilson & R.H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 *Va. L. Rev.* 549-50 (1984).

à un cours déformé par l'information constituent, pour lui, un jeu à somme nulle dans lequel il a, en moyenne, autant de chances d'être gagnant que perdant. Il en résulte que le préjudice d'altération de cours que subit un investisseur diversifié au titre d'une transaction est compensé par des gains réalisés au titre d'autres transactions, et donc, en quelque sorte, réparé par le marché lui-même.

En matière de manipulation de cours ou d'opération d'initié, l'analyse ne peut s'appliquer de manière aussi parfaite, dès lors que l'auteur de la faute ne sera pas nécessairement un tiers à la transaction. En effet, le manipulateur ou l'initié est susceptible d'être la contrepartie sur le marché de l'investisseur victime, de sorte que la réalisation de transactions à un cours altéré ne constituera plus alors, à son égard, un jeu à somme nulle mais un jeu à somme négative, dans lequel il aura plus de chances d'être perdant que gagnant. Le raisonnement probabiliste est ainsi partiellement faussé, même pour un investisseur diversifié. Cette hypothèse devrait toutefois rester limitée puisque c'est, le plus souvent, avec d'autres investisseurs également innocents que l'investisseur devrait postérieurement réaliser des transactions à un cours altéré initialement par l'action du manipulateur ou de l'initié. En d'autres termes, étant donné, généralement, la faible importance des ordres du manipulateur ou de l'initié dans l'ensemble des ordres passés sur le titre, le préjudice d'altération de cours devrait rester, en grande partie, réparé par le marché pour un investisseur diversifié. Il en résulte que l'intervention en bourse du responsable ne change pas fondamentalement la donne : le risque d'altération de cours par une manipulation de cours ou une opération d'initié peut encore être largement réduit par la diversification.

B - Une raison additionnelle de rejet en cas d'opération d'initié

526 - **Considérations liminaires. L'apport des travaux de Manne dans le cadre du débat sur la prohibition des opérations d'initié.** Autant la répression de la diffusion d'informations financières fausses ou trompeuses ou de la manipulation de cours paraît aller de soi, autant celle relative aux opérations d'initié a été âprement débattue et reste controversée au regard de considérations essentiellement économiques¹³⁰⁷. C'est, sans surprise, aux Etats-Unis, que le

¹³⁰⁷ V. notamment, pour une vue d'ensemble, S.M. Bainbridge, *Insider Trading: An Overview*, UCLA, School of Law, 2000, disponible sur SSRN.

débat a débuté et a été le plus vif, même s'il s'est, par la suite, également étendu dans les autres pays. C'est essentiellement l'apport des travaux du professeur Manne qui nous intéresse ici.

Le mouvement en faveur de la déréglementation des opérations d'initiés est né en effet avec les travaux de cet universitaire, et notamment son ouvrage de référence publié en 1966, *Insider Trading and the Stock Market*¹³⁰⁸, qui suscitent alors une vive opposition au sein du milieu académique. Il y affirme, en se fondant sur une analyse purement économique, que les opérations d'initiés sont bénéfiques pour l'économie et la société concernée en faisant valoir deux principaux arguments. Premièrement, elles ont pour effet d'intégrer l'information privée dans le cours de bourse, et donc de le faire se rapprocher de sa juste valeur, c'est-à-dire celle qu'il aurait eue si ladite information avait été publique ; il en résulte que l'économie et la société bénéficient de cette plus grande exactitude du cours. Pour Manne, la réalisation d'opérations d'initiés constitue, ainsi, un moyen efficace de concilier la nécessité pour une société d'assurer la confidentialité de certaines informations et l'exactitude du cours de bourse. Deuxièmement, elles constituent un moyen efficace de rémunérer les dirigeants pour la production d'informations qu'ils assurent ; or la société, et indirectement l'économie, bénéficient de la plus grande motivation des dirigeants de produire de nouvelles informations de valeur pour la société¹³⁰⁹.

Toutefois, une grande partie des économistes n'ont pas été convaincus par les travaux de Manne¹³¹⁰, et notamment par son premier argument, qui seul nous intéresse ici. S'ils reconnaissent le caractère bénéfique d'un cours de bourse plus efficient, c'est précisément la

¹³⁰⁸ H.G. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, Free Press, 1966. Adde du même auteur, *In Defense of Insider Trading*, 44 *Harvard Business Review* 113 (1966) ; *Insider Trading and the Legislative Process*, 35 *Geo. Was. L. Rev.* (1967).

¹³⁰⁹ Manne distinguait en fait les entrepreneurs des simples dirigeants, en considérant que, si pour les seconds une rémunération fixe telle qu'un salaire était appropriée, les premiers contribuaient à la valorisation de la société par la production d'informations nouvelles, de sorte que seule la réalisation d'opérations d'initiés constituait un mode efficace de rémunération en leur permettant de bénéficier de la valeur de leurs innovations.

¹³¹⁰ Pour une critique générale de la doctrine de Manne, v. J.A.C. Hetherington, *Insider Trading and the Logic of the Law*, *Wisconsin L. Rev.* 720 (1967) ; R.W. Painter, *Manne Insider Trading and the Stock Market*, 35 *Geo. Wash. L. Rev.* 140 (1967) ; du même auteur, *Insider Trading and the Stock Market Thirty Years Later*, 50 *Case W. Res. L. Rev.* 305 (2000) ; R.A. Shotland, *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market*, 53 *Va. L. Rev.* 1425 (1967) ; M. Mendelson, *The Economics of Insider Trading Reconsidered*, 117 *U. Pa. L. Rev.* 470 (1969) ; D. Ferber, *The Case Against Insider Trading: A Response to Professor Manne*, 23 *Vand. L. Rev.* 621 (1970). V. plus récemment, réfutant de manière générale les arguments économiques des opposants à la prohibition, T.L. Hazen, *Commentary*, 36 *Cath. U.L. Rev.* 987, 993-96 (1987) ; J.D. Cox, *Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the "Chicago School"*, *Duke L.J.* 628 (2006). Pour une présentation synthétique de la controverse, v. S.M. Bainbridge, *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, 38 *University of Florida Law Review* 35 (1986).

capacité des opérations d'initié à intégrer les informations privées dans le cours et donc à les transmettre indirectement au marché qu'ils contestent. Un certain nombre d'entre eux montrent ainsi empiriquement que les opérations d'initié n'exercent généralement elles-mêmes aucune influence sur le cours du fait des faibles volumes échangés, et que seule l'observation des ordres transmis au marché - et notamment du sens, du type et de l'importance des ordres - est susceptible de constituer un indice pour les non-initiés de la réalisation d'opérations d'initié de nature à les inciter à agir dans le même sens et à influencer le cours de bourse¹³¹¹. D'autres auteurs ont, en outre, mis en évidence l'existence d'un certain nombre de limites techniques à l'intégration de l'information privée dans le cours par les opérations d'initié¹³¹².

Que retenir de ce débat au regard de notre étude ? S'il ne fait pas de doute que généralement les opérations d'initié n'auront pas d'influence sur le cours, il reste que, lorsque tel sera le cas, ces opérations permettront, comme l'a montré Manne, une intégration de l'information privée dans le cours qui se rapprochera de sa valeur intrinsèque.

527 - **Le problème de légitimité du préjudice résultant de l'exploitation d'un avantage informationnel.** Ainsi, outre les raisons traditionnelles que nous venons d'évoquer, les préjudices d'altération du cours et de la décision posent, lorsqu'ils résultent d'une opération d'initié, une difficulté additionnelle que l'on ne retrouve pas en matière d'information publique défectueuse ou de manipulation de cours. En effet, les opérations d'initié constituent, par nature, des ordres passés dans le sens correspondant à la vérité informationnelle et sont donc susceptibles d'exercer un impact sur le cours le rapprochant tendanciellement de sa juste valeur. On peut donc se demander si les préjudices qu'elles causent présentent une « *légitimité* » suffisante pour être réparables. La question est des plus délicates. Pour tenter d'y apporter une réponse, nous raisonnerons en deux temps. Nous analyserons, d'abord, la légitimité des préjudices d'altération du cours et de la décision causés par une opération

¹³¹¹ V., notamment *supra*, R.J. Gilson & R.H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 *Va. L. Rev.* 549-50 (1984). *Contra* L.K. Meulbroek, *An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading*, 47 *Journal of Finance* 1661 (1992), estimant que les opérations d'initié induisent des modifications rapides du cours.

¹³¹² V. B. Deffains et F. Stasiak, *Les préjudices résultant des infractions boursières, approche juridique et économique*, in *Le droit au défi de l'économie*, dir. Yves Chaput, Coll. Droit économique, Publications de la Sorbonne 2002, p. 177, spéc. p. 181 et s., montrant que l'efficacité informationnelle diminue si l'initié tente de mettre en place des stratégies pour limiter la révélation des informations privées - notamment en passant des ordres « *cachés* » -, ou s'il existe sur le marché, comme sur la plupart des grandes places financières, un système d'interruption des cotations mis en œuvre dans l'attente d'une annonce imminente ou en cas de fortes variations des cours.

d'initié (1). A partir de cette analyse, dont nous concluons que seule la légitimité du préjudice d'altération du cours pose problème, nous tenterons, ensuite, d'envisager les solutions qui pourraient être adoptées en droit positif (2).

1 - La légitimité des préjudices

528 - **La légitimité des préjudices résultant d'une opération d'initié.** L'opération d'initié pose un problème spécifique de légitimité du préjudice, que l'on ne retrouve pas dans le cadre de la fausse information ou de la manipulation (a). Toutefois, à l'analyse, seul le préjudice d'altération du cours, et non celui d'altération de la décision, présente ce problème (b).

a - Le problème de légitimité des préjudices résultant d'une opération d'initié

529 - **Le problème spécifique de légitimité posé par l'opération d'initié : une influence illégale, mais non artificielle sur le cours de bourse.** L'opération d'initié présente un double visage : d'une part elle est réprimée pénalement et administrativement et constitue ainsi une faute civile ; d'autre part, bien qu'elle constitue une faute voire une infraction, elle est susceptible de conduire, contrairement à la fausse information ou à la manipulation, au rétablissement partiel de la vérité sur le marché. Comme l'écrit fort bien M. Nicolas Spitz, si l'influence exercée sur le cours de bourse est illégale, elle n'est pas artificielle, comme en matière de fausse information ou de manipulation¹³¹³. Se pose dès lors la question de la légitimité tant du préjudice d'altération de cours que d'altération de la décision.

Prenons l'exemple d'une information privilégiée positive et d'ordres d'achat passés par un initié dans des proportions telles qu'elles entraînent une hausse du cours de bourse du titre. Supposons qu'un investisseur soit acheteur des actions après la hausse du cours – il subit alors *a priori* un préjudice d'altération du cours -, soit décide d'en vendre en considération de cette hausse ou des ordres d'achat passés par l'initié – il subit alors *a priori* un préjudice d'altération concrète déterminante de sa décision en vendant trop tôt, c'est-à-dire avant la révélation au marché de l'information positive, et en n'ayant ainsi pas pu bénéficier de la totalité de la hausse du cours. On perçoit alors les données du problème.

¹³¹³ V. N. Spitz, *op. cit.*, n° 466.

D'un côté, on peut constater que l'ensemble des conditions nécessaires à la mise en jeu de la responsabilité civile sont bien vérifiées. Il existe bien, *a priori*, une faute civile. S'agissant du préjudice, défini généralement par la doctrine comme la lésion d'un intérêt¹³¹⁴, il exige de procéder, pour vérifier son existence, à une comparaison entre la situation actuelle et celle qui aurait existé si le fait dommageable ne s'était pas produit¹³¹⁵. En l'espèce, l'investisseur a bien acheté les actions plus cher qu'il ne l'aurait fait en l'absence d'opérations d'initié – il a bien subi un préjudice d'altération du cours -, ou a bien vendu les actions moins cher qu'il n'aurait pu le faire s'il avait procédé à la vente au moment de la révélation au public de l'information privilégiée positive – il a bien subi un préjudice d'altération concrète déterminante de sa décision. L'existence d'un préjudice peut ainsi difficilement être mise en doute. Enfin, il y a bien un lien de causalité entre la faute et le préjudice, puisque, dans le cas du préjudice d'altération du cours, la hausse du cours, préjudiciable à l'acheteur, a directement été générée par les opérations effectuées par l'initié et, dans le cas du préjudice d'altération de la décision, la hausse du cours a bien déterminé l'investisseur à céder avant la révélation de l'information privilégiée positive. En résumé, les conditions classiques de la responsabilité civile apparaissent, de prime abord, remplies.

D'un autre côté, s'agissant du préjudice d'altération du cours, l'on peut se poser la question suivante : si cet investisseur a bien payé plus cher les titres qu'il ne l'aurait fait en l'absence d'ordres d'achat passés par l'initié, peut-il pour autant se prévaloir d'un préjudice alors que, du fait des opérations réalisées par l'initié, il a acquis les titres à un prix qui se rapproche du juste prix ? Est-il légitime à argumenter qu'il a acheté les titres trop cher au motif qu'il aurait pu les payer moins cher si l'initié avait respecté son obligation d'abstention, mais à un prix plus éloigné de leur valeur réelle compte tenu de l'absence d'intégration de l'information privée dans le cours ? On peut se demander même si le terme de préjudice d'« *altération* » du cours est approprié puisque le cours n'a fait que se rapprocher de sa valeur réelle ; cette dénomination ne nous apparaît toutefois pas incorrecte étant donné que l'intervention de l'initié est, en tout état de cause, illicite. De la même façon, s'agissant du préjudice

¹³¹⁴ Cette définition a d'ailleurs été reprise par les projets de réforme du Code civil. L'article 1343 du projet Catala prévoit ainsi : « *est réparable tout préjudice certain consistant dans la lésion d'un intérêt licite, patrimonial ou extra-patrimonial, individuel ou collectif* ». De la même façon, l'article 8 du projet Terré dispose : « *constitue un dommage toute atteinte certaine à un intérêt de la personne reconnu et protégé par le droit. L'atteinte à un intérêt collectif, telle l'atteinte à l'environnement, est réparable dans les cas et aux conditions déterminés par la loi* ».

¹³¹⁵ G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 249.

d'altération de la décision, l'investisseur a bien pris une décision de vente sur le fondement d'une hausse du cours due aux ordres d'achat passés par l'initié, ce qui l'a amené à vendre trop tôt, à un prix moins élevé que celui qu'il aurait obtenu lors de la révélation au public de l'information privilégiée positive. Peut-il pour autant se prévaloir d'un préjudice alors qu'il a pris sa décision de vendre en considération d'un cours de bourse plus représentatif de la vérité qu'il ne l'aurait été en l'absence des opérations d'initié, ou bien en considération desdites opérations elles-mêmes décidées sur le fondement de la véritable situation informationnelle ?

b - Un problème de légitimité du seul préjudice d'altération du cours

530 - **Un problème de légitimité du seul préjudice d'altération du cours.** Au regard de l'analyse que nous venons d'effectuer, c'est donc bien la « *légitimité* » du préjudice, tant d'altération du cours que de la décision, qui pose question. Il faut toutefois, selon nous, distinguer entre les deux types de préjudice. Le préjudice d'altération du cours, il est vrai, n'apparaît guère légitime, étant donné que l'investisseur n'a fait que payer un prix qui se rapproche de la valeur intrinsèque du titre, du juste prix, par l'intégration partielle de l'information privée dans le cours du fait des opérations d'initié¹³¹⁶.

Ce raisonnement ne peut, en revanche, s'appliquer *mutatis mutandis* au préjudice d'altération de la décision, celle-ci relevant d'un processus différent et bien plus complexe. Reprenons la situation de l'investisseur qui a pris une décision de vente en considération d'un cours de bourse plus élevé qu'il n'aurait été en l'absence des ordres d'achat passés par l'initié, et qui, en vendant en considération de cette hausse, a vendu trop tôt à un prix moins élevé que celui dont il aurait pu bénéficier lors de la révélation au public de l'information privilégiée positive. L'affirmation du caractère illégitime du préjudice, au regard du fait que la décision a été prise en considération d'un cours de bourse qui se rapprochait de sa juste valeur ou d'ordres de l'initié fondés sur la vérité, nous paraît, pour le moins, abstraite, approximative et conceptuellement peu convaincante¹³¹⁷. Le processus d'altération de la décision est bien trop

¹³¹⁶ V., pour une argumentation assez proche, J.-H. Robert, note sous Cass. crim. 11 déc. 2002, Dr. pén., mars 2003, n° 35, p. 17 : « *ce qui provoque les variations de cours, c'est l'objet de l'information privilégiée et non l'exploitation précoce qu'en fait l'initié* ».

¹³¹⁷ V., en ce sens, F. Dessemontet, *Les opérations d'initiés et le droit civil*, in *La répression des opérations d'initiés : travaux de la Journée d'étude le 19 octobre 1988*, Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, éd. Cédidac, Litec, 1990, p. 127, spéc. p. 146 : « *enfin, il arrivera fréquemment que l'observation du*

subjectif et complexe pour lui appliquer un raisonnement aussi simpliste. En d'autres termes, seul le préjudice d'altération de cours nous paraît insuffisamment légitime pour être considéré comme réparable, et non celui d'altération de la décision. Il nous faut maintenant voir comment ce défaut de « *légitimité* » du préjudice d'altération de la décision pourrait être saisi par le droit positif, ce qui est relativement complexe.

2 - Les solutions envisageables

531 - **Considérations liminaires. Le caractère restrictif de l'exigence de légitimité du préjudice en droit positif.** En principe, dans la théorie de la responsabilité civile, seul un préjudice « *légitime* » peut être réparé. La Cour de cassation exige en effet une atteinte à « *intérêt légitime juridiquement protégé* », ce qui a été conforté par le législateur à l'article 31 du nouveau Code de procédure civile aux termes duquel « *l'action est ouverte à tous ceux qui ont un intérêt légitime au succès ou au rejet d'une prétention* ». On pourrait donc penser que cette condition justifie, à elle seule, l'exclusion de la réparation du préjudice d'altération du cours résultant d'une opération d'initié. Il n'en est rien. L'on sait, en effet, que cette notion n'est plus guère utilisée par la jurisprudence et que celle-ci, lorsqu'elle se risque encore à l'appliquer, fait preuve d'une grande incertitude¹³¹⁸. Ainsi, si la doctrine, tout en relevant son caractère ambigu, milite pour son maintien¹³¹⁹, comme l'illustrent d'ailleurs les positions adoptées par les récents projets de réforme du Code civil¹³²⁰, l'exigence est appliquée de manière restrictive en droit positif. D'abord opposée à l'action formée par les victimes par ricochet qui demandaient réparation du dommage qu'elles prétendaient avoir subi en raison du décès d'une personne avec laquelle elles ne partageaient aucun lien juridique, et notamment à la concubine du défunt, la notion d'intérêt légitime est aujourd'hui encore un outil de politique judiciaire permettant aux tribunaux d'écarter, en fonction des mœurs du

marché motive la décision de vente de l'actionnaire ou de son banquier. Si le comportement de l'initié a déclenché la hausse, ce comportement est en rapport de causalité avec la décision de vente. Mais cette causalité naturelle est-elle suffisante pour entraîner la responsabilité civile de l'initié ? En réalité, les esprits se partagent sur ce point. En effet, entre la hausse provoquée par l'insider et la perte subie par l'outsider s'intercale une décision libre de vendre ou de ne pas vendre. D'autres acteurs du jeu boursier auront choisi d'acheter lorsque les cours ont pris leur envol. On peut cependant estimer que la causalité est suffisante, puisque la libre décision du vendeur est prise en méconnaissance de cause : du moment que les opérations d'initié sont prohibées, il ne doit plus s'attendre (...) à un mouvement dû à l'abus d'informations confidentielles ».

¹³¹⁸ V. G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, op. cit., n° 274.

¹³¹⁹ *Ibid.*

¹³²⁰ Comme nous l'avons vu, le projet Catala requiert « *la lésion d'un intérêt licite* », et le projet Terré une « *atteinte certaine à un intérêt de la personne reconnu et protégé par le droit* ».

moment, les demandes d'indemnisation de personnes défendant des intérêts manifestement illicites ou immoraux. Tel est le cas en particulier lorsque la perte de profits dont elles se prévalent provient d'une activité illicite ou irrégulière¹³²¹ ou, de manière moins constante, lorsque la victime a pris part à l'activité illicite qui lui a été dommageable¹³²². La notion d'intérêt légitime juridiquement protégé se limite donc en droit positif à la situation de la victime jugée indigne ou en situation illicite¹³²³, et n'englobe de ce fait pas tous les cas dans lesquels un intérêt pourrait être considéré « *illégitime* ». Elle n'offre ainsi pas de prise s'agissant du préjudice d'altération de cours subi par l'investisseur qui prétend avoir acheté trop cher du fait de la hausse du cours provoquée par les ordres d'achat passés par un initié, ledit investisseur ne pouvant être jugé indigne ou en situation illicite.

532 - **Les solutions envisageables.** En conséquence, les seules solutions envisageables, pour parvenir à appréhender l'« *illégitimité* » du préjudice d'altération du cours découlant de l'opération d'initié, consistent dans l'application par le juge soit de la théorie de la relativité aquilienne (a), soit de la théorie dite de « *l'empreinte continue du mal* » (b).

a - La théorie de la relativité aquilienne

533 - **Considérations liminaires. La théorie de la relativité aquilienne : la relativité de la faute.** La théorie de la relativité aquilienne part du principe que toute règle de droit a une finalité : la protection de l'État ou celle de l'individu ; la protection d'un intérêt déterminé ou contre un dommage déterminé, à l'exclusion de tout autre. A partir de là, elle confère un caractère relatif à la faute commise par l'agent, en faisant dépendre la réparation d'un dommage de la portée de la règle de droit prétendument transgressée. La question est alors de savoir si le dommage invoqué « *se situe dans la sphère de protection de la norme* »¹³²⁴. Ainsi, une

¹³²¹ La jurisprudence a ainsi pu écarter la perte pour une salariée de revenus non déclarés du fait d'une incapacité temporaire de travail causée par un accident, ou le préjudice d'un employeur lié à l'absence d'une employée non déclarée à la suite d'un accident.

¹³²² Toutefois, le plus souvent, dans ce cas, la jurisprudence estime la demande recevable et considère la faute de la victime comme une simple faute de celle-ci, entraînant une exonération partielle voire totale de la responsabilité de l'auteur du dommage (v. G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, op. cit., n° 274).

¹³²³ V. notamment Ph. Le Tourneau, *La spécificité et la subsidiarité de l'exception d'indignité*, D., 1994, chron., p. 298 ; P. Jourdain, *La victime indigne ou en situation illicite peut-elle encore prétendre à l'indemnisation de son dommage ?*, RTD civ., 1994, p. 115.

¹³²⁴ D.-M. Philippe, *La théorie de la relativité aquilienne*, in *Mélanges Roger O. Dalcq : responsabilités et assurance*, Larcier, 1994, p. 467, spéc. p. 471.

personne ne peut, selon cette théorie, se prévaloir de la violation d'une norme que si les intérêts qu'elle prétend bafoués comptent au nombre des intérêts que cette norme a pour objet de protéger. Plus précisément encore, la relativité de la règle de droit peut revêtir deux aspects : un aspect personnel lorsqu'elle limite la protection de celle-ci à certaines personnes, un aspect matériel lorsqu'elle limite la protection de celle-ci à certains dommages : « *l'action en réparation n'appartient qu'aux personnes que la règle protège et ne s'étend qu'aux dommages contre lesquels la règle offrait sa protection* »¹³²⁵. En tout état de cause, compte tenu de sa définition même, la théorie ne paraît pouvoir être appliquée qu'à la faute consistant dans la violation d'une obligation légale précise ou d'un droit subjectif : elle apparaît en effet dépourvue de sens lorsqu'il s'agit d'appréhender un écart de conduite ou l'ensemble des conséquences pouvant découler du devoir général de prudence¹³²⁶.

534 - **Distinction entre le juge civil et le juge pénal.** La théorie de la relativité aquilienne pourrait éventuellement, en obligeant à la prise en compte de l'intérêt protégé par la règle de droit, permettre d'écarter la réparation du préjudice d'altération de cours, dont la « *légitimité* » nous paraît discutable. L'application de cette théorie diffère, toutefois, selon la nature du juge saisi, juge pénal (i) ou bien juge civil (ii).

i - La situation devant le juge pénal

535 - **L'application naturelle de la théorie de la relativité aquilienne par le juge pénal.** On l'a dit, la théorie de la relativité aquilienne trouve en principe naturellement à s'appliquer devant le juge pénal. En effet, alors que l'action civile exercée devant le juge civil poursuit des fins prioritairement indemnitaires, l'action civile exercée devant le juge répressif est d'une tout autre nature puisque, outre son aspect purement réparateur, elle confère une prérogative tout à fait exceptionnelle, celle de déclencher l'action publique au cas où celle-ci n'aurait pas encore

¹³²⁵ J. Limpens, *La théorie de la « relativité aquilienne » en droit comparé*, in *Mélanges offerts à René Savatier*, Dalloz, 1965, p. 559, spéc. n° 4, p. 561.

¹³²⁶ V. J. Limpens, art. préc., spéc. n° 32, p. 577 : « *compréhensible lorsqu'elle s'attache à une disposition légale imposant des obligations ou des devoirs précis, cette notion est d'application douteuse lorsqu'il s'agit de l'obligation générale de prudence, dont la protection s'adresse par hypothèse à la collectivité tout entière* » ; G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, op. cit., n° 441 : « *s'agissant d'apprécier l'existence d'une faute au sens de l'article 1382 du Code civil (...), il nous semble d'ailleurs illusoire de chercher à définir par avance le domaine d'application du principe général formulé par ce texte aussi bien quant aux personnes protégées que quant aux dommages couverts* ».

été mise en œuvre par le ministère public. Elle revêt ainsi un « *double visage* »¹³²⁷. Partant, la chambre criminelle de la Cour de cassation considère traditionnellement que l'action civile doit être réservée aux victimes dont les intérêts particuliers lésés correspondent, en quelque sorte en miniature, à l'intérêt général protégé par les dispositions réprimant l'infraction concernée, de sorte qu'en se portant parties civiles, elles corroborent l'action du Parquet¹³²⁸.

La Cour suprême estime ainsi que seules ces victimes ont bien éprouvé un préjudice au sens de l'article 2 alinéa 1 du Code de procédure pénale qui pose les conditions de recevabilité de l'action civile devant le juge pénal en exigeant que la victime ait « *personnellement souffert du dommage directement causé par l'infraction* ». Elle a ainsi mis en tête de nombre de ses arrêts un motif exprimant de manière particulièrement claire sa conception : « *l'exercice de l'action civile devant les tribunaux répressifs est un droit exceptionnel qui, en raison de sa nature, doit être strictement renfermé dans les limites fixées par le Code de procédure pénale et, en particulier, dans celles que fixe l'article 2 de ce code, aux termes duquel l'action civile en réparation du dommage causé par un délit n'appartient qu'à ceux qui ont personnellement souffert du dommage directement causé par l'infraction* »¹³²⁹. Aussi seul le blessé est-il légitime à exercer l'action civile du chef du délit de blessures involontaires, seule la personne violée peut-elle faire de même du chef de viol, etc¹³³⁰. Pour les autres victimes ou pour les autres dommages dont le texte pénal n'a pas envisagé la protection, l'irrecevabilité prononcée par le juge pénal laisse au juge civil, juge naturel de l'indemnisation, toute liberté d'accueillir l'action en responsabilité si celle-ci est ensuite exercée¹³³¹.

¹³²⁷ V. F. Boulan, *Le double visage de l'action civile exercée devant la juridiction répressive*, JCP, 1973, II, 2563.

¹³²⁸ V., notamment, Ph. Conte et P. Maistre du Chambon, *Procédure pénale*, A. Colin, coll. U Droit, 2001, 3^e éd., n^o 193 et s., spéc. n^o 198.

¹³²⁹ V. G. Viney, *Introduction à la responsabilité*, op. cit., n^o 83, et les arrêts cités. V., pour une reprise récente de cette formule, Cass. crim. 25 sept. 2007, n^o 05-88.324 : JCP, 2007, Act., n^o 476.

¹³³⁰ V., ainsi, F. Desportes et L. Lazerges-Cousquer, *Traité de procédure pénale*, Economica, coll. Corpus Droit Privé, 2013, 3^e éd., n^o 1373 : « *le dommage personnel peut se définir comme le dommage subi par la victime directe de l'infraction. Il peut consister en une atteinte à l'intégrité physique en cas de violences volontaires ou involontaires, en une atteinte patrimoniale en cas de vol ou en une atteinte morale en cas de diffamation ou d'injure. De manière générale, une victime est recevable à agir devant les tribunaux répressifs lorsqu'elle justifie avoir subi elle-même l'atteinte à l'intérêt légitime protégé par l'incrimination. Lorsque le préjudice allégué par la partie civile ne correspond pas à l'intérêt protégé par l'incrimination, l'action civile est déclarée irrecevable* ».

¹³³¹ V. Cass. ass. plén. 12 janv. 1979 : RTD civ., 1979, p. 141, note G. Durry ; JCP, 1980, II, 19335, rapp. A. Ponsard, obs. M.-E. Cartier. Dans cet arrêt, la Cour de cassation, réunie dans sa formation la plus solennelle, affirme, après avoir visé l'article 2 du Code de procédure pénale, que l'épouse de la victime d'un délit de blessures involontaires, demandant réparation de son préjudice moral au regard de l'état physique de son époux, « *n'est pas recevable à saisir la juridiction répressive d'une demande de dommages-intérêts* » et « *qu'il*

En résumé, l'exercice de l'action civile, du fait même de sa particularité lorsqu'elle était exercée au pénal, conduit naturellement le juge répressif à prendre en compte l'intérêt protégé par chacune des infractions et à faire ainsi place à une forme de relativité aquilienne : seuls sont recevables à agir les personnes que l'infraction a pour objet de protéger et à condition que le dommage soit de ceux contre lesquels elle tendait à les prémunir. Observons, par ailleurs, que la théorie de la relativité aquilienne est appliquée par le juge pénal au stade même de la recevabilité de l'action civile, et non de son examen au fond comme il en aurait été devant le juge civil. L'ensemble de ces solutions, qui ont considérablement accru l'autonomie de l'action civile portée devant le juge pénal par rapport à celle portée devant le juge civil, ont au moins l'avantage, si elles n'échappent pas à toute critique¹³³², de présenter une certaine cohérence.

Il faut bien constater, toutefois, que l'application de la théorie de la relativité aquilienne par le juge pénal est désormais en net recul, la tendance étant désormais à l'admission beaucoup plus large de la recevabilité de l'action civile¹³³³. En premier lieu, les auteurs du Code de procédure pénale ont prévu en 1957, en rupture avec le droit positif antérieur, que « *l'action civile sera recevable pour tous chefs de dommages, aussi bien matériels que corporels ou moraux, qui découleront des faits objets de la poursuite* »¹³³⁴. L'évolution n'a toutefois pas eu d'impact en matière de recevabilité de l'action civile, le texte n'étant relatif qu'à la nature des dommages dont la victime pouvait demander réparation, de sorte qu'en principe seule restait recevable à exercer l'action civile devant le juge répressif et, partant, à déclencher possiblement l'action publique la victime présentant un dommage en adéquation avec les

n'importe, à cet égard, qu'elle soit fondée à obtenir devant le tribunal civil, réparation du dommage résultant pour elle de l'infraction ».

¹³³² La doctrine a principalement opposé deux arguments à la solution restrictive adoptée par la chambre criminelle de la Cour de cassation. Elle l'a jugée, d'une part, imprécise, la détermination des intérêts défendus par telle ou telle disposition s'avérant généralement redoutable, et, d'autre part, injuste, la défense de l'intérêt général n'étant généralement, quoique poursuivie en priorité par une infraction, pas exclusive de la lésion concomitante d'intérêts particuliers. V. notamment J. Vidal, *Observations sur la nature juridique de l'action civile*, RSC, 1963, p. 513 et 514 ; J. Larguier, *Action individuelle et intérêt général (Réflexions sur le juge et l'action civile)*, in *Problèmes contemporains de procédure pénale : recueil d'études en hommage à M. Louis Hugueney*, préf. L. Julliot de La Morandière, Institut de droit comparé de l'Université de Paris, Sirey, 1964, p. 87 et s., notamment p. 96 ; Ph. Bonfils, *La nature juridique de l'action civile*, th. Aix-Marseille III, 2000, n° 37 et 38 ; G. Viney, *Introduction à la responsabilité*, op. cit., n° 93-1. *Contra* M. Puech, *L'illicéité dans la responsabilité civile extracontractuelle*, préf. A. Rieg, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 129, 1973, n° 365 et s., approuvant, pour sa part, l'application de la théorie de la relativité aquilienne en matière pénale, qu'il désapprouve, en revanche, en matière civile.

¹³³³ V. notamment R. Merle, *La distinction entre le droit de se constituer partie civile et le droit d'obtenir réparation du dommage causé par l'infraction (consolidation, mise au point ou fluctuation ?)*, in *Droit pénal contemporain : mélanges en l'honneur d'André Vitu*, éd. Cujas, 1989, p. 397.

¹³³⁴ C. proc. pén., art. 3 al. 2.

intérêts protégés avec l'infraction, quand bien même elle aurait demandé par la suite la réparation d'autres chefs de préjudice. En second lieu, de manière bien plus décisive, la jurisprudence criminelle a opéré un revirement de jurisprudence en 1989¹³³⁵ en considérant que les proches de la victime initiale de l'infraction avaient bien, au titre de leur préjudice par ricochet, « *personnellement souffert du dommage directement causé par l'infraction* », et les admet, depuis lors, dans un souci de meilleure indemnisation des victimes et d'économie des deniers de la justice, au sein du prétoire pénal. Cela ne va pas sans susciter une certaine confusion puisqu'il s'en déduit désormais, en droit positif, que la notion de préjudice personnel et direct et la recevabilité de l'action civile devant le juge pénal qui en découle, doivent être appréciées différemment selon que le plaignant est un proche de la victime initiale ou une autre catégorie de victime. Enfin, sous l'effet de l'opposition de la doctrine majoritaire, la théorie des infractions d'intérêt général, qui avait trouvé depuis les années 1950 un terrain d'élection en matière d'ordre public économique, voit, depuis le milieu des années 1970, son champ d'application se réduire comme une peau de chagrin, la jurisprudence tendant à considérer, pour ce type d'infractions, que la poursuite par la loi pénale de l'intérêt général n'est pas exclusive d'un intérêt particulier¹³³⁶.

En dépit de ces évolutions, la théorie de la relativité aquilienne trouve encore de manière générale à s'appliquer devant le juge pénal et la catégorie des infractions d'intérêt général ne semble pas sur le point d'être totalement abandonnée¹³³⁷. La controverse doctrinale demeure toutefois entre ceux qui militent pour un retour à une application restrictive de la recevabilité de l'action civile devant le juge pénal¹³³⁸ et ceux qui estiment, au contraire, que l'orientation actuelle de la jurisprudence doit être encore approfondie¹³³⁹. Il est frappant, en tout cas, de

¹³³⁵ Cass. crim. 9 févr. 1989, Bull. crim. n° 63 ; Cass. crim. 21 mars 1989, Bull. crim. n° 137 : D., 1989, p. 614, note Bruneau ; Gaz. Pal., 1989, I, p. 392, note Doucet ; RSC, 1989, p. 742, obs. Levasseur ; RTD civ., 1989, p. 563, obs. P. Jourdain ; RCA, mai 1989, chron. n° 10, H. Groutel.

¹³³⁶ V. J. Buisson, note sous Cass. crim. 11 déc. 2002, Procédures, mars 2003, comm. n° 71, p. 23 : « *à partir d'une détermination différente de l'intérêt protégé par la loi pénale et en affirmant que la protection de l'intérêt général n'exclut pas celle d'un intérêt particulier, la jurisprudence a progressivement "requalifié" la plupart des infractions traditionnelles considérées comme d'intérêt général, dont la ratio legis des textes d'incrimination et la place des textes dans le Code pénal (notamment celles qui sont prévues par le livre IV du Code pénal) paraissent pourtant démontrer suffisamment qu'elles n'avaient pour finalité que la défense de l'intérêt général* », et les nombreux exemples jurisprudentiels cités.

¹³³⁷ V. les quelques arrêts récents cités par G. Viney, *Introduction à la responsabilité*, op. cit., n° 93-1.

¹³³⁸ V. notamment Ph. Conte et P. Maistre du Chambon, *Procédure pénale*, A. Colin, coll. U Droit, 2001, 3^e éd., n° 193 et s.

¹³³⁹ V. G. Viney, *Introduction à la responsabilité*, op. cit., n° 95 et s., qui approuve l'orientation actuelle de la jurisprudence. Outre qu'elle considère la notion d'intérêt protégé extrêmement difficile à mettre en œuvre, elle estime, en effet, contraire à l'objectif de bonne justice de scinder une même affaire entre une instance pénale et

constater qu'un mouvement contraire est à l'œuvre en droit pénal et en droit civil : d'un côté, un abandon partiel de la relativité aquilienne, autrefois pleinement consacrée ; de l'autre, comme nous allons le voir, une adoption timide et réduite à certains domaines, mais non inexistante, de la même théorie, nonobstant son caractère *contra legem*.

536 - Application à l'opération d'initié. Nous approuvons, pour notre part, la conception restrictive de l'action civile exercée devant le juge pénal, la prérogative exorbitante de déclencher l'action publique devant être réservée à certaines victimes et le procès pénal ne devant pas être instrumentalisé ou parasité à des fins d'indemnisation au détriment de sa finalité première, qui doit rester le traitement de la délinquance. Il faut bien reconnaître, toutefois, que la détermination des intérêts protégés par une infraction peut s'avérer fort délicate. La difficulté de cette tâche a été particulièrement bien notée par la doctrine civiliste. Mme Geneviève Viney écrit ainsi : « *cette conception, que certains défendent vigoureusement, paraît extrêmement discutable parce que très difficile à mettre en œuvre. Comment, en effet déterminer avec certitude les intérêts que chaque règle a pour objet de protéger ? Il y a là une recherche pour laquelle le juge ne dispose d'aucun critère objectif, ce qui pratiquement le contraint à l'arbitraire* »¹³⁴⁰. On notera cependant que le même problème se pose lorsqu'il s'agit de déterminer si une règle répond à un ordre public de protection ou bien de direction.

L'opération d'initié est une parfaite illustration de ces difficultés. La chambre criminelle de la Cour de cassation a, certes, sorti le délit d'initié de la catégorie des infractions d'intérêt général en 2002, mais elle s'est bien gardée de préciser les intérêts privés défendus par cette incrimination. Or, la détermination précise des intérêts protégés par les dispositions réprimant les opérations d'initié ou bien des dommages contre lesquels elles pour objet de prémunir les éventuelles victimes, est loin de relever de l'évidence, et ce d'autant que la question touche alors au fonctionnement, particulièrement complexe, des marchés financiers. Il apparaît clair

une instance civile et juge malsain que le juge civil et le juge pénal aient une conception divergente du caractère personnel et du caractère direct du préjudice. Elle propose, pour remédier au danger de dénaturer l'action publique invoqué par certains, de réserver le droit de déclencher l'action publique à certaines parties civiles.

¹³⁴⁰ G. Viney, *Introduction à la responsabilité*, op cit., n° 96-1, qui illustre par ailleurs son propos par l'exemple des infractions économiques : « nous n'en prendrons pour exemple que les hésitations manifestées par la Chambre criminelle à propos de l'action civile des groupements ou des particuliers à l'occasion des poursuites exercées contre l'auteur d'une infraction économique : après avoir considéré la répression de ces infractions comme uniquement destinée à protéger "l'intérêt social", la Haute Juridiction est en effet revenue, quelques années plus tard, à une appréciation beaucoup plus nuancée ».

que, pour le législateur français, le délit d'initié protège la transparence, étant donné qu'il range cette infraction parmi les « atteintes à la transparence des marchés », au sein des « infractions relatives à la protection des investisseurs »¹³⁴¹ - il n'est d'ailleurs pas étonnant, au regard de cet intitulé, que la chambre criminelle ait exclu la qualification d'intérêt général. Le préjudice d'altération de la décision devrait donc, *a priori*, être considéré comme recevable devant la juridiction répressive. Il ressort également des débats parlementaires que le législateur a eu pour finalité la préservation de l'égalité d'information des investisseurs¹³⁴², la protection contre la « triche » sur le marché, qui est d'ailleurs un fondement unanimement admis¹³⁴³. Le préjudice subi par les investisseurs présents sur le marché, et qui peuvent

¹³⁴¹ C. mon. fin., section 1 « atteintes à la transparence des marchés », du chapitre V « infractions relatives à la protection des investisseurs », du titre VI « dispositions pénales », du livre VI « les marchés ». Il en va d'ailleurs de même du législateur européen en matière de répression administrative, puisque le 15^e considérant de la directive Abus de marché affirme que : « les opérations d'initiés et les manipulations de marché empêchent une transparence intégrale et adéquate du marché, qui est un préalable indispensable aux opérations pour tous les acteurs économiques intervenant sur des marchés financiers intégrés ».

¹³⁴² Dès l'adoption de l'incrimination du délit d'initié par la loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970, le législateur avait été sensible à l'argument de la rupture d'égalité entre investisseurs, comme l'indiquent les débats parlementaires de l'époque qui font référence à « l'égalité dans l'usage des informations pour des opérations qui se traitent sur des actions de sociétés cotées en bourse », ainsi qu'à « l'institution de nouvelles incriminations pénales réprimant l'usage abusif et déloyal d'informations que les autres ne possèdent pas » (v. JORF, Débats parlementaires, AN, n° 115, 1^{re} séance du 11 décembre 1970, respectivement p. 6409 et p. 6410). On observera avec amusement que le Garde des Sceaux de l'époque, M. René Pleven, utilisait le terme de « spéculation » pour désigner les opérations d'initié. Rien ne semblait donc avoir changé depuis Mirabeau qui déjà confondait spéculation et opérations illicites : « l'agiotage qui s'exerce à Paris sur les effets dont le profit éventuel égare l'imagination ne peut qu'engendrer la plus abominable des industries. Eh ! quelle compensation offre-t-elle, quand son résultat unique, son dernier produit est un jeu effréné, où des millions n'ont d'autre mouvement que de passer d'un portefeuille à l'autre, sans rien créer, si ce n'est un groupe de chimères que la folie du jour promène avec pompe et que celle de demain fera évanouir... » (H.-G. de Riqueti, Comte de Mirabeau, *Dénonciation de l'agiotage au Roi et à l'Assemblée des notables*, Paris, 1787, p. 27, cité par C. Ducouloux-Favard, *Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers*, in *Mélanges AEDBF-France*, 1997, RB éd., p. 177, spéc. p. 178). Cf. *infra*.

¹³⁴³ Cf. *infra*. Cette conception a d'ailleurs été celle de la Cour de justice de l'Union européenne dans son arrêt *Spector Photo Group NV* (CJUE, 3^e ch., 23 déc. 2009, *Spector Photo Group NV*, aff. C-45/08, JOUE 27 févr. 2010, n° C 051, p. 6, Rec. p. I-12073 : Justice Arden, *ECFLR*, 2010, vol. 7, n° 2 p. 342 ; Th. Bonneau, *RDBF*, mars 2010, n° 2, comm. n° 80 ; M. Böse, *Common Market Law Review*, 2011, vol. 48, n° 1, p. 189 ; P.-H. Conac, *Journal de droit européen*, 2010, n° 171, p. 216, et *Rev. sociétés*, 2010, p. 325 ; B. Garrigues, *Bull. Joly Bourse*, 2010, p. 79 ; J. L. Hansen, *ECL*, 2010, vol. 7, p. 98 ; L. Idot, *Europe*, févr. 2010, comm. n° 75, p. 24, et *RSC*, 2010, p. 244 ; L. Klöhn, *ECFLR*, 2010, vol. 7, n° 2, p. 347 ; A. Lienhard, *D.*, 2010, p. 85 ; D., 2010, p. 1669, obs. C. Mascala ; R. Mortier, *Dr. sociétés*, 2010, n° 5, comm. 96 ; N. Rontchevsky, *RTD com.*, 2010, n° 2, p. 395 ; A. Pietrancosta, *RTDF*, 2010, n°2, p. 4 ; N. Rontchevsky, *RTDF*, 2010, n° 1, p. 126 ; F. Stasiak, *RSC*, 2010, p. 156 ; D. Schmidt, *Bull. Joly Sociétés*, 2010, n° 4, p. 346, § 73 ; J.-G. de Tocqueville et E. Rogey, *D.*, 2010, n° 35, p. 2313 ; S. Torck, *Bull. Joly Bourse*, 2010, p. 92, § 12 ; H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.-P. Bornet, *Banque et droit*, janv.-févr. 2010, n° 129, p. 124 ; B. Zabala, *JCP*, 2010, n° 485). La Cour considère en effet que la finalité de la directive Abus de marché est « de protéger l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs, confiance qui repose, notamment, sur le fait qu'ils seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation illicite d'informations privilégiées » et que « l'interdiction des opérations d'initiés énoncée à l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 vise ainsi 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 » (respectivement, points 47 et 48).

notamment se trouver contreparties d'un initié, devrait, par conséquent, également être admis¹³⁴⁴.

En revanche, la protection de la libre formation du cours de bourse n'a pas été expressément mentionnée par le législateur comme l'un des intérêts protégés par l'incrimination de délit d'initié : il n'a pas clairement indiqué que les opérations d'initié devaient être sanctionnées en ce qu'elles venaient fausser, altérer le cours de bourse. On pourrait donc considérer que le préjudice d'altération du cours ne devrait pas être tenu pour recevable par le juge pénal, et devrait donc être écarté, comme nous le souhaiterions en raison de son absence de légitimité. Bien que la solution nous satisfasse, l'on hésitera toutefois à franchir le pas. D'une part, comme on l'a vu, les juges du fond ont, au contraire, implicitement admis la réparation du préjudice d'altération du cours en cas d'opération d'initié et ont même semblé la limiter à ce seul type de préjudice. D'autre part et de manière plus générale, le mécanisme des opérations d'initié et les fondements de la répression sont particulièrement complexes, celles-ci ne faisant pas, comme l'a affirmé Manne, que renforcer l'efficacité du marché. Il serait, par conséquent, particulièrement péremptoire d'émettre une opinion définitive sur les finalités de l'incrimination, telles que les a envisagées le législateur. Nous ne pouvons formuler que des suppositions, ce qui est insuffisant pour écarter la recevabilité d'un type de préjudice. Ce n'est donc pas, en définitive, l'application de la théorie aquilienne devant le juge pénal qui peut, indirectement, nous permettre d'exclure, faute de légitimité suffisante, la réparation du préjudice d'altération de cours.

ii - La situation devant le juge civil

537 - **L'application résiduelle de la théorie de la relativité aquilienne par le juge civil.** La situation devant le juge civil est plus complexe. La théorie de la relativité aquilienne ne trouvant pas naturellement à s'appliquer, comme devant le juge pénal, elle n'y a qu'une place résiduelle. Alors qu'elle joue un rôle de premier plan dans de nombreux pays - aussi bien en Allemagne où elle a pris naissance sous le nom de « *Schutznormtheorie* », en Autriche, en

¹³⁴⁴ Cf. *infra* sur les préjudices résultant de l'altération du carnet d'ordres.

Suisse, aux Pays-Bas que dans les pays de *Common Law*¹³⁴⁵ - où elle est utilisée comme un moyen de maintenir la responsabilité aquilienne dans des proportions raisonnables et d'éviter un engorgement des tribunaux, cette théorie n'a connu qu'un retentissement fort limité en France, que ce soit en doctrine ou en jurisprudence.

Planiol, peut-être parce que sa définition de la faute en tant que violation d'une obligation préexistante le conduisait naturellement à rechercher le bénéficiaire de ladite obligation¹³⁴⁶, avait pourtant ouvert la voie dès 1896 en lui apportant son soutien, encore qu'il se situât alors sur le terrain de la causalité : *« il faut donc trouver une autre formule qui exprime exactement les limites nécessaires de la responsabilité des fautes et qui permette de discerner sûrement si une faute est en relation de cause à effet avec l'accident qu'on prétend en être la conséquence. La vérité est que toute faute est relative, en ce sens que sa portée, comme événement dommageable, est déterminée par les motifs de la règle dont elle est la violation. La faute étant l'inexécution d'un devoir, ceux-là seuls peuvent se plaindre de la faute qui auraient pu exiger l'accomplissement du devoir, et même ils ne peuvent se prétendre lésés que d'une manière relative, c'est-à-dire dans ceux de leurs intérêts que la loi avait voulu protéger. Pour savoir si une faute engendre la responsabilité d'un événement dommageable, il faut donc rechercher si cet événement était du nombre de ceux que la loi voulait empêcher en ordonnant ou en défendant quelque chose. S'abstenir systématiquement de cette recherche serait transformer un simple rapport de simultanéité en un rapport de causalité, et agrandir démesurément, sans utilité et sans raison, l'étendue de la responsabilité des fautes. Il conviendrait donc de s'arrêter à une règle contraire à celle qui ressort de l'arrêt rapporté ; elle pourrait être formulée à peu près en ces termes : pour que la contravention à une loi*

¹³⁴⁵ La théorie de la relativité aquilienne est appliquée depuis plus de 150 ans en Angleterre et aux Etats-Unis à travers notamment les *torts* de *breach of statutory duty* et de *negligence*. V. notamment J. Limpens, art. préc., spéc. n° 16 et s., p. 567 et s ; A. Tunc, *Les récents développements du droit anglais et américain sur la relation de causalité entre la faute et le dommage dont on doit réparation*, RID comp., 1953, p. 5, spéc. n° 8 à 11, 19 à 22 ; T. Weir, *Recent developments in causation in English tort law*, in *De tous horizons : mélanges Xavier Blanc-Jouvan*, Société de législation comparée, 2005, p. 883 et s.

¹³⁴⁶ Contra R. Savatier, *Traité de la responsabilité civile en droit français civil, administratif, professionnel, procédural*, LGDJ, 1951, 2^e éd., n° 7, qui tout en construisant sa théorie de la responsabilité civile sur la violation d'un devoir, affirme que la loi statue dans un intérêt général, et non dans un intérêt particulier : *« on ne trouve rien de comparable ici au principe de la relativité des contrats. Quand la loi statue, c'est, en principe, dans l'intérêt général et non dans l'intérêt particulier d'une personne. L'obligation qu'elle impose vaut donc pour tout le monde activement et passivement »*.

puisse être considérée comme cause d'un accident, il faut que l'ordre ou la défense de la loi ait pour but de protéger les personnes contre le danger qui s'est réalisé »¹³⁴⁷.

La théorie de la relativité aquilienne n'a pourtant, par la suite, guère suscité l'attention de la doctrine et lorsque celle-ci s'y est attardée, c'est généralement pour s'y opposer avec une grande fermeté¹³⁴⁸. Tunc rejette ainsi l'idée de relativité de la faute au motif de ce qu'il nomme l'« irradiation », matérielle ou immatérielle, du dommage : la faute emporte un trouble à l'ordre social qui peut virtuellement se manifester à l'égard de tous. Il écrit ainsi de manière particulièrement pénétrante : *« l'irradiation du dommage semble rendre la théorie de la faute relative inefficace et injuste. Elle la rend même inexacte. Dès lors qu'une faute est commise, on ne peut savoir quels dommages en résulteront. La faute consiste, par définition, à déranger l'ordre social. Mais celui-ci est trop complexe pour que les répercussions de toute faute ne soient pas imprévisibles. Si quelqu'un, par une plaisanterie imprudente, menace un ami de son revolver, c'est un tiers qu'il peut toucher. Si l'employé de chemins de fer, par une complaisance imprudente, aide un voyageur alors que le train est en marche, ce voyageur peut prendre peur et sauter de nouveau sur le quai, sans prendre en garde qu'il blessera un tiers ou le poussera sous le train. Ce tiers peut être un père de famille ou un chef d'entreprise. Introduire le désordre dans la société, c'est l'introduire virtuellement au détriment de tous »¹³⁴⁹.*

¹³⁴⁷ M. Planiol, note sous Cass. civ. 17 août 1895, D., 1896, I, p. 81. La Cour de cassation avait, en l'espèce, considéré que le patron qui retenait un ouvrier à l'atelier au-delà de la limite fixée par la loi pour la durée de la journée de travail commettait une faute qui était en relation nécessaire avec les accidents survenus à l'ouvrier pendant la prolongation irrégulière de son travail. Planiol critique la solution retenue par l'arrêt en ce que la législation sur le temps de travail n'avait pas pour finalité la protection contre les accidents industriels : *« en revenant à la question spéciale des accidents industriels et de la responsabilité des patrons, on se règlera sur la nature des motifs qui ont fait établir la disposition de loi dont la violation est relevée comme faute à la charge du patron. Or il y a dans cette loi des prohibitions auxquelles la préoccupation des accidents est restée tout à fait étrangère : tantôt c'est la démoralisation, tantôt l'altération de la santé, l'étiollement que la loi a voulu prévenir. Il serait donc excessif de voir dans une contravention quelconque la cause des accidents industriels, puisque les dispositions de la loi ne tendaient pas toujours à les empêcher ».*

¹³⁴⁸ V., notamment, R. Saleilles, *Etude sur la théorie générale de l'obligation : d'après le premier projet du Code civil pour l'Empire allemand*, LGDJ, 1925, 3^e éd., p. 362, note 2 ; J. Deliyannis, *La notion d'acte illicite considéré en sa qualité d'élément de la faute délictuelle*, th. Paris, 1951, p. 73 et s. et p. 88 et s. ; A. Tunc, *Les récents développements des droits anglais et américain sur la relation de causalité entre la faute et le dommage dont on doit réparation*, RID comp., 1953, n° 19 à 30, p. 20 à 29. Pour une position similaire dans la doctrine belge, J. Ronse, *La notion du dommage : lésion d'intérêt*, Rev. crit. jur. belge, 1957, p. 101. Adde, plus récemment, J. Limpens, art. préc., spéc. n° 41, p. 581 ; G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, op. cit., n° 336.

¹³⁴⁹ A. Tunc, *Les récents développements des droits anglais et américain sur la relation de causalité entre la faute et le dommage dont on doit réparation*, RID comp., 1953, n° 29, p. 28 et 29.

La théorie de la relativité aquilienne est incontestablement *contra legem*, en droit français, en ce qu'elle s'oppose à la vocation universelle et au caractère absolu de notre principe général de responsabilité pour faute. En effet, si, comme l'énonce l'article 1382 du Code civil, « *tout fait de l'homme qui cause à autrui un dommage oblige celui par la faute duquel il est arrivé à le réparer* », le juge ne peut, en principe, opérer un tri entre les diverses victimes et les différents dommages pour ne retenir que ceux dont les intérêts correspondraient, selon lui, à la finalité du texte transgressé.

Elle n'est pourtant pas sans offrir certains avantages. Pour l'essentiel, elle donne au juge, dans un système dans lequel prévaut un principe général de responsabilité pour faute, un moyen de contrebalancer l'application d'un tel principe, dont on connaît la force d'expansion, et partant, de limiter les demandes d'indemnisation, en appréciant de manière plus fine les intérêts en présence au regard de la finalité de la règle de droit. Toutefois, outre son caractère *contra legem*, cette théorie présente un inconvénient majeur, celui d'avoir à déterminer le but recherché et les intérêts protégés par la règle de droit, ce qui se révélera souvent redoutable et incertain, faisant ainsi une large part à l'arbitraire du juge. La doctrine l'a d'ailleurs fait observer en des termes éloquents : « *la théorie de la "relativité aquilienne" n'a jamais obtenu auprès de la doctrine française, autre chose qu'un succès d'estime. Il faut reconnaître que la méthode préconisée ne paraît nullement de nature à simplifier la mise en œuvre des règles de la responsabilité civile. En effet, l'analyse du but de la règle de droit, notamment la définition des intérêts qu'elle est censée protéger, est tout aussi difficile que celle de la causalité et, en outre, elle donne lieu à des appréciations particulièrement abstraites* »¹³⁵⁰.

S'interrogeant sur la nécessité d'adopter la théorie de la relativité aquilienne pour adapter les règles de la responsabilité civile aux nécessités de la vie sociale, elle considère encore que cette théorie doit être replacée dans sa véritable perspective, qui est celle de la causalité¹³⁵¹, dont elle peut servir au mieux de critère d'appoint, « *en contribuant à sa définition ou au moins à son appréciation* »¹³⁵², en tant que « *technique destinée à déterminer la véritable*

¹³⁵⁰ G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, op. cit., n° 336.

¹³⁵¹ J. Limpens, art. préc., spéc. n° 39, p. 580. La théorie de la relativité aquilienne est par ailleurs considérée par ses partisans comme un substitut à l'exigence de causalité, celle-ci perdant toute utilité « *si l'on parvenait à déterminer, par une analyse objective de chaque norme obligatoire, quels sont les dommages dont elle garantit l'indemnisation* » (G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, op. cit., n° 336).

¹³⁵² G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, op. cit., n° 336.

causalité et partant de dissiper les causalités apparentes »¹³⁵³, dans la mesure où « *les intérêts dont la protection n'est pas visée par la norme, sont ceux qui sont le moins en relation causale avec la faute* »¹³⁵⁴. On pourrait opposer toutefois que le raisonnement n'est pas tout à fait identique : dans l'analyse de la causalité, on part des faits que l'on analyse rétroactivement tandis que dans l'analyse à laquelle invite la relativité aquilienne, on part directement de la règle de droit¹³⁵⁵.

Enfin, il convient d'insister sur la force du principe général de responsabilité pour faute en droit français. On ne peut manquer de constater la supériorité d'un tel principe par rapport aux systèmes appliquant la théorie de la relativité aquilienne ou prévoyant une liste limitative de cas de responsabilité civile, tel celui du droit romain ou celui de la *common law*. D'une part, toute faute pourra être appréhendée, ce qui donne à ce système une bien plus grande efficacité tant en termes d'indemnisation des victimes que de moralisation des comportements. D'autre part, le système fait preuve d'une souplesse et d'une faculté d'adaptation inégalées, il est vrai au prix d'une moindre sécurité juridique, en donnant au juge un large pouvoir pour déterminer des normes générales de comportement et adapter ces dernières aux exigences de la société contemporaine¹³⁵⁶.

Il faut bien constater, toutefois, qu'en dépit de son caractère *contra legem* et des oppositions doctrinales qu'elle suscite, la théorie de la relativité aquilienne n'est pas dénuée de toute effectivité en droit positif : elle est appliquée de manière sporadique certes, mais non inexistante, dans la jurisprudence civile française. Comme le relève la doctrine, « *il est certain que les tribunaux français, et en particulier la Cour de cassation, font effectivement parfois appel à une analyse du but de la règle de droit méconnue pour départager les victimes admises à demander réparation de celles dont la demande est rejetée* »¹³⁵⁷. En pratique, la

¹³⁵³ J. Limpens, art. préc., spéc. n° 33, p. 577. Cet auteur considère toutefois que, même de ce point de vue, que la théorie de la relativité aquilienne est « *illusoire* » et qu'« *elle tend à se rapprocher de la théorie de la causalité, jusqu'à se confondre avec elle* » (*ibid.*, n° 41, p. 581).

¹³⁵⁴ D.-M. Philippe, art. préc., spéc. p. 480.

¹³⁵⁵ D.-M. Philippe, art. préc., spéc. p. 475. Cet auteur considère, en outre, que la théorie de la causalité et la théorie de la relativité aquilienne ne sont pas interchangeables et fait observer que le système reposant sur la causalité n'est pas plus précis ni plus à l'abri de l'arbitraire du juge que celui reposant sur la relativité aquilienne (*ibid.*, p. 484 et 485).

¹³⁵⁶ V. notamment G. Viney, *Pour ou contre un « principe général » de responsabilité civile pour faute*, in *Études offertes à Pierre Catala*, Litec, 2001, p. 554.

¹³⁵⁷ G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 336. V., par exemple, Cass. civ. 17 mars 1958, JCP, 1959, II, p. 10950, note Gilli et Lanversin, qui rejette la demande en dommages-intérêts d'un propriétaire contre son voisin, fondée sur le fait que ce dernier avait, en violation de la loi sur les sites, procédé à la coupe d'un bois classé.

jurisprudence y recourt, lorsqu'elle en ressent le besoin, dans le cadre de deux approches distinctes, l'une ayant trait à la causalité et l'autre directement à la faute.

Il lui arrive, en premier lieu, d'emprunter le détour de la causalité ; tel est le cas notamment en matière de contravention aux règles d'urbanisme (construction sans permis, violation d'une servitude, etc.)¹³⁵⁸. Il lui arrive, en second lieu, de prendre en compte la finalité recherchée par la règle de droit, mais, cette fois, pour déterminer directement si une faute a été ou non commise à l'égard de certaines victimes selon que leurs intérêts étaient protégés ou non par la norme méconnue. Il s'agit là de l'application de la théorie de la relativité aquilienne dans sa forme la plus pure. Tel est le cas, de manière remarquable, dans les domaines bancaire et financier où l'on voit se dessiner une tendance des tribunaux à apprécier la finalité de l'obligation à la charge des banquiers et des prestataires financiers pour déterminer l'étendue de leur responsabilité¹³⁵⁹. Le contraste est alors saisissant avec le libéralisme dont fait preuve habituellement la jurisprudence lorsqu'elle apprécie l'existence du préjudice. L'application de la théorie de la relativité aquilienne prend, en effet, le contrepied de la définition large du

¹³⁵⁸ V. G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 336, et les nombreux exemples jurisprudentiels cités. Dans une espèce dans laquelle une construction avait été édifiée trop haut compte tenu de la distance la séparant d'un immeuble voisin, la troisième chambre civile de la Cour de cassation a ainsi eu l'occasion d'affirmer que la servitude n'ayant été édifiée que dans l'intérêt des immeubles voisins, le dommage subi par les propriétaires d'une maison située à une cinquantaine de mètres de distance et dont la vue se trouvait bouchée ne présentait ni un caractère direct ni un caractère personnel (Cass. 3^e civ. 2 juill. 1974 : D., 1975, p. 61, rapport et note E. Franck ; RTD civ., 1975, p. 110, obs. G. Durry ; Defrénois, 1975, n° 30973).

¹³⁵⁹ Tel a pu être le cas, notamment, de l'obligation du prestataire de services d'investissement d'appel de la couverture sur les marchés à terme, dont la Cour de cassation a pu considérer qu'elle n'avait été édictée que dans l'intérêt des intermédiaires et de la sécurité du marché et non dans celui des donneurs d'ordre, avant d'opérer un revirement, permettant désormais une action en responsabilité civile à l'encontre de son prestataire par un client estimant qu'il aurait pu limiter ses pertes si ce dernier s'était acquitté de son obligation d'appel des garanties et des marges (Cass. com. 26 févr. 2008, n° 07-10.761, Bull. civ. IV, n° 42 : Dr. stés, juill. 2008, n° 161, note Th. Bonneau ; RTD com., 2008, p. 371, obs. M. Storck ; RDBF, mai-juin 2008, comm. n° 91, note A.-C. Muller ; D., 2008, p. 776, note A. Lienhard et p. 1231, obs. M.-L. Belavar, I. Orsini et R. Salomon ; Banque et droit, mars-avr. 2008, n° 118, p. 24, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; Bull. Joly Bourse, mars-avr. 2008, n° 18, p. 164, note Ph. Goutay et C. Saudo ; RJDA, 5/08, n° 537). V. Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 909. V., sur l'application de la théorie de la relativité aquilienne en matière de responsabilité civile des prestataires de services d'investissement, l'analyse très détaillée d'I. Riassetto, *La violation d'une règle de conduite professionnelle en matière financière, source de responsabilité civile*, Pasirisie luxembourgeoise : Recueil Trimestriel de la Jurisprudence Luxembourgeoise, 2014, p. 279, n° 19 et s. Cet auteur exprime son scepticisme quant à l'utilisation de cette théorie en soulevant plusieurs arguments fort pertinents : la méconnaissance du caractère universel du principe général de responsabilité pour faute ; la difficulté à déterminer les intérêts protégés ; le fait que les textes en la matière, et notamment les directives européennes, énoncent généralement un double objectif de protection des intérêts des investisseurs et du marché ; sa faible utilité dans un système de causalité adéquate, où la relativité peut s'exprimer à travers la causalité sans passer par la faute ; et le risque de contractualisation de ses règles pour obtenir réparation de leur violation sur le terrain de l'article 1147 du Code civil. *Adde* G. Ravarani, *La responsabilité civile des personnes privées et publiques*, Pasirisie luxembourgeoise, 2014, 3^e éd., *Les banquiers*, p. 574, par I. Riassetto, n° 550.

préjudice réparable qui prévaut aujourd'hui et de la tendance actuelle à appréhender toute atteinte portée à un intérêt quelconque à condition qu'elle soit certaine¹³⁶⁰.

538 - **Application à l'opération d'initié.** Ainsi, si la jurisprudence ne le fait que de manière sporadique, elle n'hésite pas, quand la nécessité s'en fait sentir, à introduire une dose de relativité aquilienne, pour écarter, soit directement soit en passant par le détour de la causalité, la réparation de certains préjudices qu'elle ne juge pas en adéquation avec la finalité recherchée et les intérêts protégés par la règle de droit violée. Elle pourrait ainsi considérer, sans trop de difficulté, que les règles prohibant les opérations d'initié n'ont pas pour finalité la protection de la libre formation du cours de bourse, afin de rejeter la réparation des préjudices d'altération de cours pouvant éventuellement en résulter. Il est particulièrement douteux, toutefois, que la jurisprudence adopte une telle position, et ce pour la même raison qui nous a fait hésiter à tenir pour non recevable l'action civile exercée devant le juge pénal, c'est-à-dire la difficulté à déterminer avec suffisamment de certitude la volonté du législateur en la matière.

En outre, l'on avouera une certaine réticence à l'égard de l'utilisation de la relativité aquilienne, même de manière sporadique, par le juge civil. En effet, si la théorie trouve naturellement à s'appliquer devant le juge pénal au stade de la recevabilité, elle est fondamentalement contraire au principe général de responsabilité pour faute, qui est le fondement même de la responsabilité civile délictuelle, tout du moins du fait personnel, et lui donne une si grande force en droit français. Malgré la souplesse que cette théorie permet d'apporter à la rigueur du principe, il nous paraît, ainsi, dangereux et porteur d'un risque d'arbitraire - compte tenu de la difficulté à déterminer les finalités recherchées par le législateur -, que le juge s'autorise à passer outre ce principe fondateur de la responsabilité, qui plus est à valeur constitutionnelle.

En définitive, la théorie de la relativité aquilienne ne nous semble, ni devant le juge pénal et encore moins devant le juge civil, de nature à appréhender le caractère peu légitime du préjudice d'altération de cours résultant d'une opération d'initié et à en justifier le rejet. L'exigence doctrinale d'un lien de causalité direct nous paraît, à cet égard, plus prometteuse.

¹³⁶⁰ G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, op. cit., n° 248.

b - La théorie de l’empreinte continue du mal

539 - **La théorie de « l’empreinte continue du mal » : l’exigence d’un lien de causalité direct.** La relativité aquilienne, qu’elle soit appréciée directement du point de vue de la faute ou bien par le détour de la causalité, consiste toujours à réfléchir en termes d’intérêt protégé. Un autre courant de pensée a eu à cet égard, nous semble-t-il, une position plus novatrice, en exprimant une idée assez proche de celle qui fonde la théorie de la relativité aquilienne, mais permettant d’éviter le recours à la notion d’intérêt protégé, toujours bien difficile à déterminer. C’est Dejean de la Bâtie qui, en mettant en avant l’exigence d’un lien *direct* de causalité entre la faute et le dommage, a ainsi porté l’idée selon laquelle « *un fait n’est pas retenu comme cause d’un dommage par cela seul qu’il l’a rendu possible ; il ne l’est que si c’est la défectuosité même, prouvée ou présumée, qui peut en fournir au moins partiellement l’explication* »¹³⁶¹. Cette thèse a été reprise par une partie de la doctrine actuelle qui y voit, au regard de la causalité, un intermédiaire entre la conception simpliste et trop extensive simpliste de l’équivalence des conditions et celle complexe et trop restrictive de la causalité adéquate¹³⁶². M. Philippe Brun écrit ainsi : « *il ne suffit pas que le fait imputé au défendeur ait joué un rôle dans la production du dommage, mais il faut encore que l’anormalité de ce fait explique sa survenance* »¹³⁶³. Plus qu’entre le dommage et la faute, un lien de causalité, qualifié alors de direct, doit ainsi exister entre le dommage et ce qui est illicite, anormal ou défectueux dans la faute, ce qu’il y a de fautif en elle¹³⁶⁴. Et c’est la propension de cet élément illicite, anormal ou défectueux à expliquer le dommage qui révèle l’existence du lien de causalité.

En outre, selon cette thèse, lorsque, dans le cas d’une causalité que nous pouvons qualifier de « *médiate* »¹³⁶⁵, c’est-à-dire lorsqu’une succession d’événements se sont enchaînés de la faute initiale au dommage final, on doit pouvoir discerner de l’un à l’autre, dans l’enchaînement des

¹³⁶¹ N. Dejean de la Bâtie, *op. cit.*, n° 72.

¹³⁶² Ph. Brun, *op. cit.*, n° 236 à 238, jugeant la théorie de l’équivalence des conditions « *simpliste et trop extensive* » et la théorie de la causalité adéquate « *complexe et trop restrictive* ».

¹³⁶³ V. Ph. Brun, *op. cit.*, n° 239 à 243.

¹³⁶⁴ V. G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 346-1 : « *en d’autres termes, ce n’est pas entre le dommage et le fait matériel imputé au défendeur que le rapport de nécessité doit exister, mais entre le dommage et la défectuosité de ce fait* ».

¹³⁶⁵ Certains auteurs préfèrent utiliser le terme de « *dommage indirect* » (v. Ph. Brun, *op. cit.*, n° 238 ; H.L.J. Mazeaud et F. Chabas, *op. cit.*, n° 1666 et s.). Cet adjectif nous paraît toutefois source de confusion, puisque selon les principes qui gouvernent la responsabilité civile, le dommage doit précisément être « *direct* », au sens où il doit exister un lien de causalité entre la faute et le dommage.

différents événements, « *l’empreinte continue du mal* »¹³⁶⁶. Il n’y a ainsi, selon Dejean de la Bâtie, lien de causalité direct que si dans le processus dommageable chacune des déficiences explique la suivante : « *ce que l’on recherche en la matière, c’est le cheminement du mal qui a atteint la victime. Peu importe que ce cheminement soit court ou long, normal ou exceptionnel ; ce qui compte seulement, c’est qu’il soit continu, c’est-à-dire constitué par un enchaînement de déficiences qui s’engendrent l’une l’autre sans aucun hiatus. Lorsqu’une série de faits s’intercale entre le fait initial et le dommage, la continuité suppose non seulement que chacun des faits présente un aspect déficient, mais encore que cet aspect s’explique toujours, au moins partiellement, par la déficence du fait précédent, et ainsi de suite jusqu’au fait initial, lui-même incorrect ou présumé tel* »¹³⁶⁷.

La doctrine récente est venue détailler de manière claire et pénétrante cette conception : « *si cette conception de la causalité conduit à faire assumer à une personne les conséquences d’un dommage qui paraissent a priori assez éloignées du fait qu’on lui impute, elle paraît cependant à l’abri de tout grief d’iniquité, puisque l’obligation de réparer tire sa justification de la propagation de l’illicite dans l’enchaînement des faits. Du reste dans une telle vision des choses, dès que cette justification disparaît, la causalité se rompt du même coup. Ainsi, il est bien évident que si entre le fait originaire et le dommage vient s’insinuer un fait qui n’est pas rendu nécessaire par l’événement précédent, mais qui résulte de l’initiative prise librement par la victime ou par un tiers, il y a incontestablement rupture du lien causal, et c’est du côté de ce fait qu’il faudra se tourner pour désigner l’origine du mal. Ainsi, le fait de laisser son chéquier dans une cabine téléphonique peut être tenu pour une faute d’imprudence, mais on ne saurait pourtant imputer à son propriétaire trop distrait, les conséquences dommageables qui peuvent en résulter pour un commerçant, victime du défaut de paiement du chèque remis par le voleur du chéquier : entre la faute initiale et le dommage, s’intercale le fait du voleur qui rompt le processus causal entre l’imprudence initiale et le préjudice allégué* »¹³⁶⁸.

¹³⁶⁶ N. Dejean de la Bâtie, *op. cit.*, n° 74.

¹³⁶⁷ N. Dejean de la Bâtie, *ibid.* V. également du même auteur, notes sous Cass. 2^e civ. 20 déc. 1972, et sous Cass. 2^e civ. 13 mai 1969 : JCP, 1970, II, 16470.

¹³⁶⁸ Ph. Brun, *op. cit.*, n° 243. Comp. Ch. Quézel-Ambrunaz, *Essai sur la causalité en droit de la responsabilité civile*, préf. Ph. Brun, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de thèses, 2010, n° 299, qui estime que l’exigence de déficence, si elle doit s’appliquer aux extrémités de la chaîne causale, ne concerne pas en revanche chacun des

540 - **L'application à l'opération d'initié.** En définitive, selon la thèse défendue par Dejean de la Bâtie, il doit exister un lien de causalité non entre la faute prise dans sa globalité et le dommage, mais entre ce qui est spécifiquement défectueux, illicite ou anormal dans la faute et le dommage : ce lien de causalité particulier est qualifié de « *direct* ». L'idée est donc qu'un comportement peut être fautif sans provoquer une situation défectueuse : un comportement peut être défectueux sans pour autant que ses conséquences le soient. Par ailleurs, en cas de causalité médiate, c'est-à-dire lorsque plusieurs événements s'intercalent entre la faute initiale et le dommage, on doit pouvoir discerner dans l'enchaînement des faits, « *l'empreinte continue du mal* » : la défectuosité, l'illicéité ou l'anormalité du fait doit se « *propager* » jusqu'au dommage, en ce sens que chaque fait doit être défectueux et que cette défectuosité doit pouvoir expliquer la défectuosité du fait suivant, de sorte que le « *mal* » se propage de manière continue de la cause première au dommage final. A défaut, la réparation pourrait alors être écartée. Cette idée, dégagée en doctrine par Dejean de la Bâtie, est aujourd'hui défendue par M. Philippe Brun et, selon certaines modalités, par M. Christophe Quézel-Ambrunaz.

L'exploitation d'un avantage informationnel sur les marchés financiers pourrait en constituer une nouvelle illustration. En effet, l'approche proposée par la théorie de l'empreinte continue du mal constitue, à notre sens, un cadre approprié pour analyser les préjudices d'altération de cours résultant d'une opération d'initié, puisque la causalité y est alors justement médiate. Le fait initial, consistant dans l'utilisation d'un avantage informationnel, est bien illicite, mais la conséquence de ce fait – l'impact sur le cours de bourse –, n'est, en revanche, pas elle-même défectueuse en ce qu'elle tend à rapprocher le cours de sa véritable valeur. Il y a bien ainsi interruption de la chaîne continue du mal entre la cause illicite initiale – les ordres passés par l'initié –, et le dommage final – le préjudice d'altération de cours –, puisque s'intercale entre ces deux faits un fait non défectueux en lui-même – l'impact sur le cours de bourse qui le rapproche de sa juste valeur.

Par conséquent, la théorie de l'empreinte continue du mal pourrait permettre d'appréhender le caractère illégitime du préjudice d'altération du cours résultant d'une opération d'initié et de

« *maillons* » de ladite chaîne et ajoute que « *la causalité s'opère donc moins sur la nature des faits de la chaîne causale que sur la relation qu'ils entretiennent* ».

justifier le rejet de sa réparation¹³⁶⁹. Et ce contrairement à la théorie de la relativité aquilienne qui, parce qu'elle impose de déterminer les intérêts protégés par la règle ou l'infraction, n'est d'aucun secours en la matière. Convenons toutefois que ces développements revêtent un caractère spéculatif. D'une part, la théorie de l'empreinte continue du mal reste une proposition doctrinale. D'autre part, le juge pourrait fortement hésiter à considérer comme non défectueux l'impact exercé sur le cours de bourse par une opération d'initié, et ce d'autant qu'il lui sera généralement bien plus facile de considérer que celle-ci n'a eu précisément aucun impact, comme il l'a fait jusqu'à présent pour écarter les demandes d'indemnisation. Cette théorie demeure toutefois, selon nous, la piste la plus convaincante pour appréhender l'illégitimité de ces préjudices.

541 - **Synthèse.** Le préjudice d'altération de cours doit, en matière d'intervention frauduleuse sur le marché, être rejeté. Premièrement pour les mêmes raisons que celles mises en avant en cas d'information frauduleuse, à savoir l'incertitude de ce préjudice et sa réparation par le marché à travers la diversification. L'incertitude est même encore plus grande, tant au regard de la manipulation de cours, dès lors que l'on ne peut pas s'appuyer pour évaluer le préjudice sur la réaction du cours lors de la rectification informationnelle, qu'au regard de l'opération d'initié, qui n'a sur le cours qu'un impact faible et complexe à analyser. La réparation du préjudice d'altération de cours par le marché pour un investisseur diversifié sera certes légèrement amoindrie dans la mesure où le manipulateur ou l'initié, intervenant directement sur le marché, peut être la contrepartie de la victime et non un tiers. Cette hypothèse devrait toutefois rester fort limitée, de sorte que cet effet devrait encore jouer largement.

Deuxièmement, pour une raison additionnelle spécifique à l'opération d'initié. En effet, l'on peut alors mettre en doute le caractère légitime du préjudice d'altération de cours, dans la mesure où l'opération d'initié aura plutôt pour effet de faire payer à l'investisseur le juste prix. Cette illégitimité sera toutefois difficile à appréhender, notamment dans le cadre de la théorie de la relativité aquilienne, faute de pouvoir déterminer avec précision les intérêts protégés par l'infraction. La théorie doctrinale de l'« *empreinte continue du mal* » pourrait en revanche s'avérer plus prometteuse, dès lors que l'on pourrait considérer comme non

¹³⁶⁹ Comp. N. Spitz, *op. cit.*, n° 466 et s., qui estime que si l'influence exercée sur le cours de bourse n'est pas artificielle, elle est illégale, de sorte que les préjudices résultant d'une opération d'initié devraient être réparés.

défectueux l'impact exercé sur le cours par l'opération d'initié, ce qui aurait pour conséquence d'interrompre la chaîne causale.

Section II - Le rejet des préjudices d'altération du carnet d'ordres

542 - **L'intervention frauduleuse en bourse par l'opération d'initié et la manipulation de cours : une atteinte à l'égalité des investisseurs devant l'information et devant l'aléa boursier.** Si l'intervention en bourse, tant du manipulateur que de l'initié, est frauduleuse, c'est à notre sens parce qu'elle porte atteinte, dans les deux cas, à l'égalité des investisseurs sur le marché. L'affirmation ne fait aucun doute en matière d'opération d'initié, où elle suscite d'ailleurs une certaine unanimité. L'opération d'initié est, d'une part, une atteinte évidente à l'égalité des investisseurs devant l'information ; elle constituerait d'ailleurs une réticence dolosive si le marché n'était pas anonyme, de sorte qu'elle peut être vue comme une sorte de « *dol boursier* ». Elle est, d'autre part et consécutivement, une atteinte à l'égalité des investisseurs devant l'aléa boursier, dans la mesure où naturellement l'initié n'y est plus soumis au contraire des autres investisseurs¹³⁷⁰.

¹³⁷⁰ V., ainsi, P. Morel, *op. cit.*, p. 2.72 : « si le principe dominant de l'investissement en bourse est fondamentalement celui qui caractérise tous les jeux, c'est-à-dire l'aléa, il est contrebalancé par un principe contraire, l'information. Ainsi, le lot de chaque investisseur ne dépend pas uniquement de sa chance ou du hasard, mais aussi de sa capacité à s'informer ou à raisonner et toute son habileté se résume à opposer aussi efficacement que possible ces deux forces antithétiques afin de réduire au maximum le risque qu'il a assumé en plaçant sa mise. Tant que tous les investisseurs subissent également l'aléa boursier et que tous cherchent à le combattre grâce aux mêmes informations, personne ne peut se plaindre d'avoir fait un mauvais placement : d'autres ont certainement subi le même désagrément ou bien, ils ont été plus intelligents. Mais qu'un initié survienne, et cet équilibre est rompu, puisque, par hypothèse, nul autre que lui n'a pu jouir de la même capacité à anticiper l'offre et la demande ». Adde C. Ducouloux-Favard, *Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers*, in *Mélanges AEDBF-France*, RB éd., 1997, p. 177, spéc. p. 182 : « ce n'est pas l'enrichissement soudain et rapide qui est réprimé, c'est l'enrichissement sans risque, de celui qui sait par avance, parce qu'il est informé par privilège. Et c'est parce que cette information par privilège crée une distorsion entre les partenaires du marché que le jeu de l'offre et de la demande se trouve perturbé » ; du même auteur, note sous Cass. crim. 11 déc. 2002, Gaz. Pal. 21-22 févr. 2003, p. 25 : « cette forme de répression prouve bien que l'intérêt protégé, c'est l'égalité des partenaires et que l'amende sanctionne moins le profit illicite que la déloyauté des conditions dans lesquelles se sont faites les opérations boursières. Certes, si l'initié qui, par fonction ou profession, opère ou divulgue illicitement, "triche" de la sorte, c'est pour gagner. Il n'en reste pas moins que ce qui est condamnable, c'est l'ordre illicite parce que donné sans risque sur la base d'informations secrètes. (...) La spéculation, qui est le moteur du jeu boursier, n'existe plus pour ceux qui détiennent une information certaine et précise ». Adde F. Stasiak, *Le délit d'initié mis en scène*, LPA, 18 juin 2008, n° 122, p. 40 : « la répression boursière vise, pour l'essentiel, des comportements qui portent atteinte à l'égalité de traitement des investisseurs et à la transparence du marché. L'égalité d'accès à l'information suppose "d'abolir les privilèges" en interdisant temporairement à certaines personnes d'utiliser ou de communiquer les informations confidentielles qu'elles détiennent soit à raison de leur situation au sein de l'émetteur, soit à raison des relations professionnelles qu'elles entretiennent avec celui-ci. À défaut, ces personnes bénéficient d'un avantage informationnel réduisant considérablement l'aléa de leurs transactions, au détriment des particuliers sous-informés qui interviennent sur les marchés financiers. Les "initiés" s'enrichissent alors au détriment des

La même analyse peut être tenue en matière de manipulation de cours, même si cela est moins souvent relevé. En effet, le manipulateur sait qu'il manipule le marché, ce qui lui donne un avantage informationnel sur les autres investisseurs et le garantit également contre l'aléa boursier, si bien que la manipulation a pu être qualifiée de « *spéculation illicite* »¹³⁷¹. Il y a là aussi atteinte à l'égalité des investisseurs devant l'information et devant l'aléa boursier. Certains auteurs ont d'ailleurs fait le lien entre opération d'initié et manipulation de cours¹³⁷².

543 - Les préjudices d'altération du carnet d'ordres. Constituant toutes deux des interventions frauduleuses sur le marché, l'opération d'initié comme la manipulation de cours sont susceptibles de modifier le volume des ordres de bourse que le système de négociation considère comme compatibles, et donc d'altérer le carnet d'ordres. Mme Carinne Sonntag écrit ainsi : « *les règles de fonctionnement des marchés d'agence [marchés gouvernés par les ordres] impliquent que toute variation dans le flux d'ordres transmis au marché modifie les*

investisseurs individuels, qui vont devoir déployer davantage d'efforts pour tenter d'accéder, parfois vainement, aux informations pertinentes ».

¹³⁷¹ V., ainsi, H. de Vauplane et M. Dubertret, *Quel fondement à la répression des abus de marché ?*, in *Code pénal et Code d'instruction criminelle : livre du bicentenaire*, dir. B. Teyssié, Dalloz, 2010, p. 631, spéc. n° 15 et 16, p. 638 et 639 : « *reste alors à distinguer le spéculateur du manipulateur. Celui qui essaie de se garantir contre un événement fâcheux venant déjouer ses prévisions, en s'efforçant de mettre le hasard de son côté et de provoquer lui-même, par des manœuvres frauduleuses, la hausse ou la baisse, n'est ni un joueur, ni un spéculateur, mais un agioteur. La condamnation des abus de marché ne trouve donc pas son fondement dans celle de la spéculation. La manipulation apparaît au contraire comme un abus du phénomène spéculatif résultant de l'emploi de manœuvres visant à diriger le marché en en faisant disparaître tout aléa. Elle apparaît non comme l'expression d'une spéculation autorisée mais illicite* ». Pour une distinction par la jurisprudence entre la manipulation et de la spéculation, v. CA Paris 28 juin 1984 (Gaz. Pal., 1984, I, 649, note J.-P. Marchi) : « *la qualification de normale ou d'anormale donnée à une intervention sur le marché boursier échappe à tout critère objectif, dès lors que les opérations de vente et d'achat se sont réalisées selon les cours applicables. La spéculation, même hasardeuse, n'est pas en elle-même un délit, sauf précisément en cas de manipulation de cours* ».

¹³⁷² V., ainsi, H. de Vauplane et O. Simart, *La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA*, RD bancaire et bourse, juill.-août 1996, n° 56, p. 158, spéc. p. 161 : « *[le spéculateur] court un risque du fait du caractère aléatoire de son intervention. Le profit retiré n'est donc que la contrepartie de ce risque. Le manipulateur, comme l'initié, élimine par contre le risque puisqu'il fabrique lui-même l'environnement boursier. Son profit apparaît alors comme un gain anormal, ne résultant ni de son analyse boursière ni du libre jeu de l'offre et de la demande (le manipulateur a lui-même modifié artificiellement l'offre ou la demande du titre)* » ; B. Deffains et F. Stasiak, art. préc., spéc. p. 179 : « *sur le marché financier, il existe assurément une asymétrie d'information, entre les non-initiés, les investisseurs individuels, d'une part, et certains initiés, les investisseurs institutionnels et les dirigeants de sociétés cotées, d'autre part. Ces derniers grâce à leur fonction ou à leur profession disposent d'informations privilégiées auxquelles n'ont pas accès les non-initiés. Ainsi, les initiés, qui utilisent pour leur propre compte ou qui communiquent à leurs proches des informations privilégiées parce que confidentielles, réalisent un avantage indu car supprimant pratiquement tout aléa, tout risque de l'opération. Cette asymétrie d'information leur permet par conséquent de réaliser un profit facile, sans contrepartie en générant un environnement tout aussi artificiel que le manipulateur* ». Adde C. Ducouloux-Favard, *Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers*, préc., spéc. p. 178, distinguant également entre la spéculation, licite, et les opérations d'initié illicites : « *c'était assurément confondre la spéculation qui est le moteur du jeu boursier normal et les opérations illicites. En effet, dès lors que tous les partenaires du marché sont informés correctement, il est loisible de spéculer à la hausse ou à la baisse d'une valeur en faisant par anticipation, une prévision, heureuse ou malheureuse, sur la base d'observations de la vie du marché. Ce faisant, le spéculateur prend un risque et ce risque fait partie du jeu boursier. Il n'est pas amoral de prendre délibérément un risque, dans l'espoir d'un gain ultérieur* ».

conditions d'exécution du flux d'ordres : le nombre de transactions réalisées, la quantité d'ordres et de titres non exécutés pour tout ou partie et la compatibilité entre les ordres risquent de changer »¹³⁷³. Au vrai, cette dimension, qui conduit à entrer dans la « tuyauterie » du marché, n'a été explorée que dans le cas de l'opération d'initié ; l'analyse pourrait toutefois être également transposée à la manipulation de cours.

Ainsi, prenant le contrepied de la doctrine selon laquelle la réalisation d'une opération d'initié ne léserait personne dans la mesure où les autres intervenants, avec ou sans la présence d'initiés, auraient en tout état de cause effectué leur opération¹³⁷⁴, l'analyse économique du droit française a mis en évidence l'existence de préjudices spécifiques subis par les autres investisseurs du fait de l'altération du carnet d'ordres par l'opération d'initié, préjudices qu'elle a qualifiés de « *préjudice de non-exécution* » et de « *préjudice de contrepartie* »¹³⁷⁵ (**Paragraphe 1**). Il convient, dès lors, de s'interroger sur la possibilité de réparer lesdits préjudices, compte tenu notamment de l'anonymat du marché boursier (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - L'existence des préjudices de non-exécution et de contrepartie

544 - **L'apport de l'analyse économique du droit.** Tant la doctrine juridique que la Cour de justice de l'Union européenne¹³⁷⁶ ont perçu qu'une opération d'initié entraînait un transfert de

¹³⁷³ V. 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, F. Stasiak, G. Giudicelli-Delage, P. Lascoumes, Th. Godefroy et M. Massé, Université de Poitiers, Coll. de la Faculté de droit et des sciences sociales, LGDJ, 2004, p. 118.

¹³⁷⁴ V. H.G. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, préc., p. 61. V. Ch. Arsouze et P. Ledoux, *L'indemnisation des victimes d'infractions boursières*, Bull. Joly Bourse, 2006, n° 4, p. 399, spéc. n° 19, considérant que la contrepartie de l'initié aurait cédé ses titres au même prix à un investisseur non-initié. V. également P. Morel, *op. cit.*, p. 2.33 : « comparé au comportement d'un autre investisseur, celui d'un initié ne présente extérieurement aucune particularité : un ordre en bourse s'ajoute à d'autres ordres en bourse. La rétention de son information par l'initié n'ayant aucune conséquence sur le fonctionnement de la bourse, puisque les autres investisseurs sont parvenus de façon indépendante à leur propre décision, toute recherche causale entre son opération et le comportement des non-initiés perd sa raison d'être : l'initié se contente d'utiliser à ses propres fins une structure existante ».

¹³⁷⁵ C. Sonntag, art. préc., p. 111. Présentant déjà l'existence de ce type de préjudices sur le marché, v. B. Deffains et F. Stasiak, art. préc., p. 185. Adde A. Pietrancosta, *Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur*, RTDF, 2007, n° 3, p. 21, spéc. p. 22 ; Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 533.

¹³⁷⁶ CJUE, 3^e ch., 23 déc. 2009, Spector Photo Group NV, préc. : « dans le mémorandum explicatif accompagnant sa proposition à l'origine de la directive 2003/6, 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 de tiers des informations qui n'étaient pas publiques [...]". Ce type de conduite peut donner une image trompeuse des opérations sur instruments financiers et 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. Les initiés sont en possession d'informations confidentielles. Les opérations fondées sur ces informations leur confèrent des avantages économiques injustifiés aux dépens des 'non-initiés' ". La proposition de directive reposait donc sur la volonté d'interdire aux initiés de tirer avantage d'une information privilégiée

richesse des non-initiés vers les initiés. Un auteur pouvait ainsi écrire dès 1994 que « *le délit d'initié a pour objet et pour fondement, de protéger l'ensemble des opérateurs (acheteurs et vendeurs) du marché contre tout déséquilibre ou tout désavantage résultant d'une utilisation, par un opérateur donné, d'informations privilégiées non portées à la connaissance des autres opérateurs* », et préciser ensuite que « *dès lors que les personnes, désignées comme étant des initiés, utilisent ces informations privilégiées pour réaliser une opération sur le marché, elles désavantagent les autres opérateurs (vendeurs ou acheteurs des mêmes titres)* »¹³⁷⁷. Toutefois, ces considérations étaient davantage le fruit de l'intuition que d'une analyse proprement dite. C'est l'analyse économique du droit qui a élaboré un cadre conceptuel permettant d'appréhender ce transfert de richesses des non-initiés vers les initiés.

C'est d'abord l'analyse économique du droit américaine, à travers notamment les travaux majeurs des professeurs William Wang et Marc Steinberg¹³⁷⁸, qui s'y est livrée, dans le cadre

en effectuant une opération de marché au détriment des autres intervenants sur le marché ne possédant pas une telle information » (point 49) ; « *grâce à son caractère non public, précis et à son aptitude à influencer de façon sensible sur le cours des instruments financiers concernés, une information privilégiée procure ainsi à l'initié qui la détient un avantage par rapport à tous les autres intervenants sur le marché qui l'ignorent. En effet, elle permet à cet initié, lorsqu'il agit de manière concordante avec cette information en effectuant une opération de marché, d'escompter en retirer un avantage économique sans pour autant s'exposer aux mêmes risques que les autres intervenants sur le marché. La caractéristique essentielle de l'opération d'initié réside donc dans le fait de tirer indûment avantage d'une information au détriment de tiers qui n'en ont pas connaissance et, par voie de conséquence, de porter atteinte à l'intégrité des marchés financiers ainsi qu'à la confiance des investisseurs* » (point 52).

¹³⁷⁷ R. Bronner, *La définition du délit d'initié dans la loi pénale française*, Gaz. Pal., 11 janv. 1994, p. 12. V. également B. Bouloc, note sous Cass. crim. 11 déc. 2002, Rev. sociétés, 2003, p. 145, évoquant déjà l'existence d'un préjudice de contrepartie (cf. *infra*) : « *c'est qu'en effet celui qui détient une information privilégiée et qui l'exploite sur un marché réglementé commet certainement un acte de moralité douteuse, mais on ne voit pas en quoi il porte atteinte aux droits d'autrui. Sans doute est-il souhaitable que tous les investisseurs virtuels puissent disposer de la même information, et que les actionnaires actuels puissent prendre le parti de garder leurs titres ou bien de les céder, en sachant quelles sont les perspectives d'évolution. Mais il ne s'agit là que d'une question de "transparence" et de réputation du marché. Pourtant il pourrait y avoir place pour des préjudices personnels quand des personnes ont acquis des titres en vue de les revendre avec un bénéfice substantiel (cas des personnes qui "gagnent de l'argent en dormant"), car le vendeur initial, mieux informé, aurait conservé ses actions et aurait pu réaliser la "bonne opération". Ce type de préjudice, cependant, paraît difficilement pouvoir entrer dans les notions définies à l'article 2 du CPP : caractères actuel, personnel et direct du dommage éprouvé* » ; C. Ducouloux-Favard, note sous Cass. crim. 11 déc. 2002, Gaz. Pal. 21-22 févr. 2003, p. 25 : « *il est clair que, malgré les aménagements successifs des textes, ce sont les intérêts des épargnants de toute catégorie qui sont protégés. La politique criminelle du législateur n'a pas varié ; tous les partenaires du marché doivent pouvoir spéculer avec la même donne. Ce sont les conséquences d'un jeu faussé qui doivent être réparées, l'enrichissement personnel des délinquants boursiers n'étant que le résultat d'actes illicites perpétrés grace aux hautes fonctions auxquelles ils ont eu accès* ».

¹³⁷⁸ V. notamment W.K.S. Wang & M.I. Steinberg, *Insider Trading*, Oxford University Press, 2010, 3^e éd. Cet ouvrage constitue leur ouvrage de référence, les deux précédentes éditions datant de 1998 et de 2005. V., notamment, le chapitre 3 « *The Harm to Individual Investors from a Specific Insider Trade* », et le chapitre 6 « *The Rule 10b-5 Private Plaintiffs Who Can Sue a Stock Market Insider Trader for Damages* ». V., également, les articles de W.K.S. Wang, *Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who is Harmed, and Who Can Sue Whom Under SEC Rule 10b-5?*, 54 S. Cal. L. Rev. 1217 (1981) ; *Stock Market Insider Trading: Victims, Violators and Remedies – Including an Analogy to Fraud in the Sale of a Used Car with a Generic Defect*, 45 Vill. L. Rev. 27 (2000) ; *Measuring Insider Trading Damages for a Private Plaintiff*, University of California, Hastings College of Law, oct. 2009, disponible sur Internet.

des marchés gouvernés par les prix, en mettant en évidence l'existence de préjudices individuels éprouvés par les investisseurs non-initiés sur le marché du fait de la réalisation d'opérations d'initié. A partir du constat que le nombre de titres présents sur le marché, hors émission, reste constant – ce qu'ils qualifient de « *loi de conservation des titres* » (« *law of conservation of securities* ») -, ils montrent en effet que subissent un préjudice les investisseurs dont les transactions ont été empêchées (« *preempted traders* ») ou rendues possibles (« *induced traders* ») par celles effectuées par l'initié. M. William Wang écrit ainsi, dès 1981 : « *the Law of Conservation of Securities could work in one or both of two ways. The inside trade could induce opposite trade transactions that otherwise would not have occurred, or preempt trades of the same type that otherwise would have occurred. Thus, there are at least two categories of people harmed by an inside trade: those who would not have made bad purchases or sales but for the inside trade; and those who would have made good purchases or sales but for the inside trade* »¹³⁷⁹.

C'est, ensuite, l'analyse économique du droit française¹³⁸⁰ qui, au cours des années 2000, a largement perfectionné et théorisé l'analyse. Elle a ainsi mis en évidence que l'initié était susceptible de causer un préjudice aux investisseurs ayant passé des ordres de bourse simultanément à ceux de l'initié soit en empêchant l'exécution de leurs ordres, ce qu'elle a qualifié de « *préjudice de non-exécution* » (**A**), soit en leur permettant de réaliser des transactions désavantageuses, ce qu'elle a qualifié de « *préjudice de contrepartie* » (**B**).

A - Préjudice de non-exécution

545 - Considérations liminaires. La méthode analytique utilisée. La méthode adoptée par l'analyse économique du droit consiste à comparer comment sont exécutés les ordres transmis au marché en l'absence d'intervention de l'initié et en présence de celui-ci afin d'identifier les pertes de richesse éventuellement subies par les investisseurs non-initiés du fait de l'intervention de l'initié : « *parallèlement à l'intervention d'un initié, un flux d'ordres est*

¹³⁷⁹ W.K.S. Wang, *Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who is Harmed, and Who Can Sue Whom Under SEC Rule 10b-5?*, 54 S. Cal. L. Rev. 1217, 1235 (1981). Adde N. Spitz, *op. cit.*, n° 450.

¹³⁸⁰ C. Sonntag, art. préc., p. 111. Pour une présentation synthétique de cette théorie, v. N. Spitz, *op. cit.*, n° 448 et s. Pour une application de l'analyse économique du droit à la répression boursière des opérations d'initiés, v. également M.-E. Gounot, *Essai d'application de l'analyse économique du droit à la réglementation boursière des opérations d'initiés*, RSC, 2000, p. 335.

transmis au marché. L'analyse (...) vise à identifier l'impact de la présence d'un initié sur les conditions d'exécution du flux d'ordres, en comparant une situation d'absence d'initié à une situation identique en présence d'initié. Cette démarche implique de se positionner ex post, comme un observateur qui pourrait étudier l'exécution du flux d'ordres dans les deux situations. En connaissant les caractéristiques du flux d'ordres transmis par les investisseurs non initiés et les paramètres de l'ordre de l'initié, il est possible d'identifier si l'initié impose des préjudices aux investisseurs non initiés ». Pour ce faire, deux hypothèses fortes, qui seront ensuite assouplies pour tester la validité du cadre conceptuel proposé dans une situation proche du fonctionnement réel du marché, sont d'abord posées. D'une part, une hypothèse d'invariabilité du flux d'ordres, en ce sens que le flux d'ordres parvenant au marché est présumé inchangé en cas d'intervention de l'initié, ce qui suppose que les ordres soient des ordres à cours limité¹³⁸¹, qu'aucun ordre ne soit annulé, qu'aucun nouvel ordre ne soit passé et que le sens, la quantité et la limite de cours des ordres restent identiques. D'autre part, une hypothèse de compatibilité maximale entre les ordres, ce qui suppose que « *le côté le plus faible en quantités demandées (ou offertes) sera vide après transmission du flux d'ordres* »¹³⁸². En outre, le flux d'ordres pris en compte doit être transmis au marché pendant la période dite « *d'influence de l'initié* », qui est définie de la manière suivante : « *la période critique entre l'intervention de l'initié et la diffusion publique de l'information est celle durant laquelle l'exécution d'ordres d'investisseurs non initiés risque d'être perturbée à cause de l'exécution d'un ordre d'initié illicite* »¹³⁸³. La levée, ensuite, des hypothèses posées au départ d'invariabilité du flux d'ordres ou de compatibilité maximale entre les ordres « *ne remet pas en cause l'existence des préjudices subis par des investisseurs non-initiés, mais rend leur identification encore plus casuistique* »¹³⁸⁴. Si la description détaillée de cette théorie dépasse le cadre de notre étude, il convient d'en rappeler les principales conclusions¹³⁸⁵.

¹³⁸¹ Seuls des ordres à cours limité sont envisageables si l'on veut respecter l'hypothèse d'invariabilité du flux d'ordres. Notamment, l'introduction d'ordres à meilleure limite ne permettrait pas de respecter cette hypothèse, puisque le prix d'exécution de ces ordres dépend par définition de la meilleure limite présente sur la feuille de marché.

¹³⁸² C. Sonntag, art. préc., p. 121.

¹³⁸³ *Ibid.*

¹³⁸⁴ N. Spitz, *op. cit.*, n° 451.

¹³⁸⁵ Pour une description détaillée, v. C. Sonntag, art. préc., p. 111 et s.

546 - **Préjudice de non-exécution.** Les investisseurs qui transmettent des ordres concomitamment à et dans le même sens qu'un ordre passé par un initié peuvent, tout d'abord, subir un « *préjudice de non-exécution* ». En effet, lorsque, par exemple, sur le marché d'un titre baissier, c'est-à-dire sur lequel la demande de titres est inférieure à l'offre, un initié, en connaissance d'une information privilégiée négative, prend l'initiative de vendre ses titres, il augmente de la sorte l'offre de titres déjà excessive. Le nombre de titres offerts sur le marché, mais qui ne trouvent pas de contrepartie, augmente ainsi du surplus de titres que l'initié présente au marché. L'ordre de l'initié étant généralement exécuté en priorité sur les ordres des investisseurs non-initiés¹³⁸⁶, son exécution empêche, dans la même proportion, celle des ordres de vente des investisseurs non-initiés. Ceux-ci subiront ainsi en principe une moins-value au jour de la révélation de la mauvaise nouvelle sur les titres dont ils n'ont pu se défaire en raison de l'intervention de l'initié. C'est comme si les investisseurs non-initiés réalisaient, en quelque sorte, une moins-value à la place de l'initié. La perte de richesse s'élève alors pour chacun de ces investisseurs à la différence entre le cours auquel ils auraient vendu leurs titres en l'absence de l'initié et le cours du titre au jour de la diffusion publique de l'information, le tout multiplié par la quantité de titres qui n'ont pas pu être vendus.

Symétriquement, lorsque, sur le marché d'un titre haussier, c'est-à-dire sur lequel la demande de titres est supérieure à l'offre, un initié, en connaissance d'une information privilégiée positive, prend l'initiative d'acheter des titres, il augmente de la sorte la demande de titres déjà excessive. Le nombre de titres demandés, mais qui ne trouvent pas de contrepartie, augmente ainsi du surplus de titres que l'initié cherche à acheter. L'ordre de l'initié étant généralement exécuté en priorité sur les ordres des investisseurs non-initiés¹³⁸⁷, son exécution empêche, dans la même proportion, celle des ordres d'achat des investisseurs non-initiés. Ceux-ci sont ainsi empêchés de réaliser une plus-value au jour de la révélation de la bonne nouvelle sur les titres qu'ils n'ont pu acquérir en raison de l'intervention de l'initié. C'est comme si l'initié réalisait, en quelque sorte, une plus-value à la place des investisseurs non-initiés. La perte de richesse s'élève alors pour chacun de ces investisseurs à la différence entre le cours auquel ils auraient acheté les titres en l'absence de l'initié et le cours du titre au jour

¹³⁸⁶ Pour ce faire, l'initié acceptera généralement un prix de vente légèrement inférieur au cours du titre ou passera un ordre permettant une exécution prioritaire.

¹³⁸⁷ Pour ce faire, l'initié acceptera généralement un prix d'achat légèrement supérieur au cours du titre ou passera un ordre permettant une exécution prioritaire.

de la diffusion publique de l'information, le tout multiplié par la quantité de titres qui n'ont pas pu être achetés.

Ainsi, de manière générale, « *les investisseurs non initiés, qui transmettent des ordres de même sens que celui de l'initié, mais dont l'exécution a été empêchée à cause de la présence de ce dernier subissent un (...) préjudice de non-exécution. Si un initié vend (achète) illégalement ses titres avant une baisse (hausse) du cours : le montant du préjudice individuel de non-exécution subi par un vendeur (acheteur) non initié est égal au nombre de titres qu'il n'a pas pu vendre (acheter) multiplié par la valeur absolue du différentiel entre le prix auquel il aurait vendu (acheté) ses titres en absence d'initié et le prix du titre à la diffusion publique de l'information* »¹³⁸⁸. En d'autres termes, un investisseur non-initié qui anticipe par son intelligence l'évolution du marché ou qui par jeu parie sur cette évolution est susceptible de subir un préjudice de non-exécution du fait de l'intervention de l'initié qui, lui, est au courant de la bonne ou mauvaise nouvelle, et passe des ordres dans le même sens dont l'exécution prioritaire empêchera l'investisseur non-initié d'exécuter ses ordres et de réaliser une bonne affaire ou d'en éviter une mauvaise.

B - Préjudice de contrepartie

547 - **Préjudice de contrepartie.** Les investisseurs qui transmettent des ordres concomitamment à et en sens inverse de l'ordre passé par un initié peuvent éprouver, ensuite, un « *préjudice de contrepartie* ». Prenons l'exemple d'un marché d'un titre haussier, c'est-à-dire sur lequel la demande de titres est supérieure à l'offre, et d'un initié qui, en connaissance d'une information privilégiée négative, prend l'initiative de vendre ses titres en dépit de la tendance du marché. Deux situations se distinguent alors. Si, dans une première situation, les titres offerts par l'initié ne sont pas suffisamment nombreux pour que l'offre devienne supérieure à la demande et que la tendance du marché s'inverse, alors une plus grande proportion d'ordres d'achat de titres transmis par des investisseurs non-initiés sera exécutée, puisque l'ordre passé par l'initié crée une contrepartie pour des ordres d'achat qui n'auraient pas été exécutés en l'absence de l'initié. L'intervention de l'initié aura donc permis aux investisseurs non-initiés de réaliser une mauvaise affaire puisque la mauvaise nouvelle, une fois révélée, fera chuter les

¹³⁸⁸ C. Sonntag, art. préc., p. 123.

cours : les investisseurs non-initiés qui ont pu acquérir des titres à la suite de l'opération d'initié ont réalisé un mauvais investissement dans une proportion supérieure à ce qu'ils l'auraient fait en l'absence d'initié. La perte de richesse s'élève alors pour chacun de ces investisseurs à la différence entre le cours auquel ils ont acheté les titres et le cours du titre au jour de la diffusion publique de l'information, le tout multiplié par la quantité de titres qui ont été achetés. C'est comme si l'initié avait en quelque sorte, en cédant les titres qu'il détenait, « transféré » aux investisseurs non-initiés la moins-value qu'il aurait dû supporter sur ces titres.

Un raisonnement symétrique peut être tenu en cas de marché baissier sur lequel un initié, en connaissance d'une information privilégiée positive, viendrait à contre-tendance acheter des titres, permettant ainsi à des investisseurs non-initiés de trouver une contrepartie pour leurs ordres de vente et les conduisant à réaliser une mauvaise affaire, la perte de richesse s'élevant alors pour chacun de ces investisseurs à la différence entre le cours du titre au jour de la diffusion publique de l'information et le cours auquel ils ont vendu les titres, le tout multiplié par la quantité de titres qui ont été vendus. C'est comme si l'initié s'était, en quelque sorte, accaparé la plus-value que les investisseurs non-initiés auraient dû réaliser sur les titres qu'ils détenaient. De manière générale, *« les investisseurs non initiés dont les ordres sont exécutés à cause de la présence de l'initié, alors que ce ne serait pas le cas si l'initié s'était abstenu d'échanger ses titres subissent un (...) préjudice de contrepartie. Si un initié vend (achète) illégalement ses titres avant une baisse (hausse) du cours : le montant du préjudice individuel de contrepartie subi par un acheteur (vendeur) non initié est égal au nombre de titres achetés (vendus) en présence d'initiés, multiplié par la valeur absolue du différentiel entre le prix d'achat (de vente) des titres moins le prix du titre à la diffusion publique de l'information »*¹³⁸⁹.

Si, dans une deuxième situation, les titres offerts par l'initié sont suffisamment nombreux pour que l'offre redevienne supérieure à la demande, la tendance du marché se renverse pour devenir baissière. L'initié crée alors une contrepartie à des ordres d'achat passés par des investisseurs non-initiés qui n'auraient pas été exécutés en son absence puisque, par définition, tous les ordres d'achat sont exécutés : ces investisseurs non-initiés subiront un

¹³⁸⁹ C. Sonntag, art. préc., p. 125.

préjudice de contrepartie lorsqu'à la révélation de la mauvaise nouvelle, le cours du titre va baisser. Par ailleurs, alors qu'en absence d'initié, la totalité des ordres de vente étaient exécutés, un certain nombre ne le seront plus en raison du renversement de la tendance du marché : les investisseurs concernés subissent un préjudice de non-exécution puisqu'ils ont été empêchés de vendre un titre dont le cours va diminuer. Le nombre de titres sur lesquels les investisseurs non-initiés subissent un préjudice de contrepartie ou un préjudice de non-exécution est égal au nombre de titres offerts par l'initié. Le raisonnement symétrique peut également être tenu.

- 548 - **Synthèse.** Mme Carinne Sonntag a, enfin, analysé avec précision les différentes situations dans lesquelles ces préjudices pouvaient advenir : *« les préjudices individuels subis par les investisseurs non-initiés découlent de la tendance initiale du marché. Si l'intervention de l'initié accentue la tendance de marché, seuls des préjudices de non-exécution seront observés alors que si l'ordre de l'initié est contraire à la tendance du marché, mais insuffisant pour renverser cette tendance, seuls des préjudices de contrepartie seront observés. Enfin, dans le cas où l'intervention de l'initié est contraire à la tendance du marché et suffisamment agressive pour renverser cette tendance, les deux types de préjudices seront observés »*¹³⁹⁰. Cette analyse nous permet d'ailleurs de mesurer à quel point est approximative l'indemnisation instaurée aux Etats-Unis par le régime légal spécial de responsabilité civile au profit des investisseurs contemporains.

Il convient, dès lors, de s'interroger sur la possibilité pratique de réparer ces deux types de préjudice.

Paragraphe 2 - La réparation des préjudices de non-exécution et de contrepartie

- 549 - **La réparation des préjudices de non-exécution et de contrepartie.** La doctrine française¹³⁹¹ a montré qu'en dépit de l'anonymat des marchés boursiers, il était théoriquement possible d'identifier les victimes des préjudices de non-exécution et de contrepartie (A). Cette

¹³⁹⁰ C. Sonntag, art. préc., p. 129.

¹³⁹¹ V. N. Spitz, *op. cit.*, n° 452.

possibilité théorique d'identifier les victimes se heurte toutefois à l'impossibilité pratique de leur réparation (B).

A - La possibilité théorique d'identifier les victimes

- 550 - **L'anonymat des marchés boursiers.** Comme on l'a dit, les marchés boursiers se caractérisent par l'anonymat des parties à une transaction boursière, que ce soit au niveau du système de négociation multilatéral lui-même, de la chambre de compensation ou lors de l'inscription en compte des titres échangés¹³⁹². Les donneurs d'ordres ignorent ainsi l'identité des personnes dont les ordres se sont appariés avec les leurs. Cet anonymat, rendu possible par les garanties qu'offrent l'intervention de la chambre de compensation et la qualité de ducroire du membre du marché, est, d'ailleurs, la condition même d'un marché boursier efficace. M. Hervé Synvet écrit ainsi : « (...), ici comme ailleurs, la technique est au service d'une finalité. Si intervention d'une chambre de compensation il y a, ce n'est pas simplement pour simplifier les règlements. C'est parce qu'elle permet aux parties à la négociation de se désintéresser de la personnalité de leur contrepartie : en définitive, la bonne fin de l'opération dépend, non pas de l'exécution de ses obligations par la contrepartie, mais de la garantie offerte par la chambre de compensation et de la qualité de ducroire imposée à l'intermédiaire négociateur (...). Ainsi peut être construit un marché efficient, traitant de façon anonyme des volumes élevés d'ordres dont seules les caractéristiques objectives (prix, quantités) importent. Il y a là une logique collective aux antipodes de la conception civiliste du contrat, même élargie par la prise en compte des contrats d'adhésion »¹³⁹³.
- 551 - **La possibilité théorique d'identifier les victimes *a posteriori*.** Contrairement à ce qu'il en est habituellement en matière contractuelle, toute connaissance *a priori* de l'identité de sa future contrepartie est donc exclue dans le cadre d'une transaction boursière. Il revient toutefois à M. Nicolas Spitz, dont il faut saluer le bel effort, d'avoir montré de façon

¹³⁹² Sur la question de l'anonymat, v., notamment, Y. Guyon, *Droit des affaires*, t. 1, *Droit commercial général et Sociétés*, Economica, 2003, 12^e éd., spéc. n° 324, p. 344.

¹³⁹³ H. Synvet, in A.-C. Muller, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préc., préf., p. VI et VII. Adde H. Bouthinon-Dumas, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier : étude des conditions juridiques de la détermination de la valeur de la société par le marché boursier*, Paris, LGDJ, coll. Droit et Économie, préf. Ph. Didier, 2007, n° 26 : « la personnalité des contractants doit être indifférente car seul compte le rapport d'échange et non le rapport entre les échangistes. Le marché repose donc sur des échanges fondamentalement impersonnels ».

convaincante que, par un retraitement du carnet d'ordres, l'identification *a posteriori* des contreparties était théoriquement possible¹³⁹⁴. Les victimes de préjudices de non-exécution et de contrepartie causés par l'intervention d'un initié sur le marché pourraient être ainsi identifiées et recevoir réparation dans le cadre de la responsabilité civile, celle-ci intervenant également *a posteriori*. Reprenons, ainsi, l'exemple simple donné par cet auteur¹³⁹⁵, dans le cas d'une cotation sur un marché fonctionnant selon la méthode du fixing¹³⁹⁶. Les ordres d'achat et de vente sur le marché sont les suivants¹³⁹⁷ :

Ordres d'achat			Ordres de vente		
Cumul	Quantité	Prix	Prix	Quantité	Cumul
	400	sans limite	sans limite	400	400
600	+ 200	61,25	60,95	+ 250	650
850	+ 250	61,20	61,00	+ 400	1050
1350	+ 500	61,15	61,05	+ 500	1550
2200	+ 850	61,10	61,10	+ 600	2150
3200	1000	61,05	61,15	1250	3400
6200	3000	61,00	61,20	1700	5100

¹³⁹⁴ V. N. Spitz, *op. cit.*, n° 242 et s., et n° 452 et s.

¹³⁹⁵ V. N. Spitz, *op. cit.*, n° 453 et s. L'exemple est tiré du document pédagogique publié par NYSE Euronext, *Organisation et fonctionnement*, 2009, disponible sur le site d'Euronext (<http://www.euronext.com>), p. 14.

¹³⁹⁶ Les titres financiers sont soit cotés en continu lorsque le marché du titre est suffisamment liquide, soit selon la méthode du fixing si tel n'est pas le cas. Lorsque les titres sont cotés selon la méthode du fixing, les ordres de bourse s'accumulent entre chaque fixation de cours sur une feuille de marché et au moment de la fixation du cours, le système de négociation détermine le prix auquel s'échangent le plus grand nombre de titres. Lorsque les titres financiers sont cotés en continu, la cotation évolue en permanence en fonction de l'appariement des ordres de sens opposé. Sur les marchés européens d'Euronext, la cotation a lieu soit en continu soit selon la méthode du fixing, au choix de l'entreprise de marché compétente (art. 4301, Règles de marché d'Euronext, Livre I, Règles harmonisées). Les dispositions relatives à la négociation en continu sont fixées par l'article 4302 des mêmes règles - en cas de cotation en continu, le cours est fixé en début de séance par un fixing d'ouverture puis la négociation se fait en continu -, et celles relatives au fixing par l'article 4303 des mêmes règles.

¹³⁹⁷ Comme sur une feuille de marché, les ordres d'achat sont classés par ordre de prix décroissant et les ordres de vente par ordre de prix croissant.

Dans cet exemple, le cours est fixé à 61,10 euros car c'est à ce prix que le plus grand nombre de titres sont échangés, les ordres étant exécutés selon les règles de priorité établies par le système de négociation, c'est-à-dire d'abord suivant un principe de stricte priorité de prix puis, pour les ordres au même prix, suivant un principe de stricte priorité de temps¹³⁹⁸. Au prix de 61,10 euros, 2150 titres offerts à la vente pour un prix de vente inférieur ou égal à 61,10 euros trouvent un acheteur (400 titres sans limite de prix, 250 titres à 60,95 euros, 400 titres à 61,00 euros, 500 titres à 61,5 euros et 600 titres à 61,10 euros). Le nombre de titres demandés pour un prix d'achat supérieur ou égal à 61,10 euros étant de 2200 titres, donc supérieur de 50 titres, 50 des 850 ordres d'achat à un cours de 61,10 euros ne seront pas exécutés. Il s'agit des ordres entrés chronologiquement les derniers. 2150 titres demandés pour un prix d'achat supérieur ou égal à 61,10 euros trouvent donc un vendeur (400 titres sans limite de prix, 200 titres à 61,25 euros, 250 titres à 61,20 euros, 500 titres à 61,15 euros et 800 titres à 61,10 euros).

Admettons que parmi ces différents ordres d'achat et de vente, un ordre d'achat de 200 titres à 61,15 euros ait été passé par un investisseur sur le fondement d'une information privilégiée positive qui devrait, lors de sa révélation, porter le cours du titre à la hausse. Pour déterminer les préjudices de non-exécution et de contrepartie subis, il convient de retraiter le même carnet d'ordres en retirant l'ordre passé par l'initié. Le carnet d'ordres deviendrait alors :

<i>Ordres d'achat</i>			<i>Ordres de vente</i>		
<i>Cumul</i>	<i>Quantité</i>	<i>Prix</i>	<i>Prix</i>	<i>Quantité</i>	<i>Cumul</i>
	400	sans limite	sans limite	400	400
600	+ 200	61,25	60,95	+ 250	650

¹³⁹⁸ L'article 514-2 alinéa 3 du règlement général de l'AMF prévoit que « les règles du marché précisent les principes de priorité applicables aux ordres de même sens et de même prix qui sont produits simultanément sur le marché ». L'article 4401 des Règles de marché d'Euronext, Livre I, Règles harmonisées, fixe ces principes. L'article 4401/1 dispose notamment : « principe de priorité d'exécution des ordres : dans le carnet d'ordres central, les ordres sont exécutés suivant un principe de stricte priorité de prix. Les ordres au même prix sont exécutés suivant un principe de stricte priorité de temps (...) ».

850	+ 250	61,20	61,00	+ 400	1050
1350	+ 300	61,15	61,05	+ 500	1550
2000	+ 850	61,10	61,10	+ 600	2150
3000	1000	61,05	61,15	1250	3400
6000	3000	61,00	61,20	1700	5100

Le cours resterait inchangé à 61,10 euros. En revanche, le volume de titres échangés diminuerait puisque seuls 2000 titres feraient alors l'objet d'un échange. La comparaison des deux carnets d'ordres met en évidence que les opérations réalisées par l'initié ont causé un préjudice de non-exécution à certains investisseurs passant des ordres dans le même sens que l'initié, en empêchant l'exécution d'ordres d'achat portant sur 50 titres à 61,10 euros, et un préjudice de contrepartie à certains investisseurs passant des ordres en sens opposé, en permettant l'exécution d'ordres de vente portant sur 150 titres à 61,10 euros.

Peuvent ensuite être déterminés les ordres d'achat ou de vente concernés par ces préjudices. Le préjudice de non-exécution concerne les ordres d'achat portant sur 50 titres des 850 titres demandés au cours de 61,10 euros qui ont été entrés chronologiquement en dernier. En effet, ces titres ne trouvaient pas preneur en cas d'intervention de l'initié alors que tel n'aurait pas été le cas si l'initié s'était abstenu d'intervenir. Le préjudice de contrepartie concerne, pour sa part, les ordres de vente portant sur 150 titres des 600 titres offerts au cours de 61,10 euros et qui ont été entrés chronologiquement en dernier.

Il reste alors à identifier les victimes de ces préjudices, ce qui devrait s'avérer faisable. Les règles du marché prévoient en effet que les membres du marché sont tenus d'enregistrer les ordres reçus de leurs clients, ce qui comprend notamment l'identification desdits clients¹³⁹⁹, et de conserver pendant 5 ans ces enregistrements¹⁴⁰⁰. L'ensemble de ces données doivent, en

¹³⁹⁹ Art. 8301, Règles de marché d'Euronext, Livre I, Règles harmonisées.

¹⁴⁰⁰ Art. 8302, Règles de marché d'Euronext, Livre I, Règles harmonisées. En outre, il est interdit aux membres du marché de compenser ou bien de grouper des ordres de bourse sauf autorisation de l'entreprise de marché ou sauf dans le cas de la gestion sous mandat (art. 8201, Règles de marché d'Euronext, Livre I, Règles harmonisées).

outré, être tenues à la disposition d'Euronext dans le cadre du contrôle des membres du marché¹⁴⁰¹. Il semble ainsi théoriquement possible, au moins dans des cas simples, de déterminer les investisseurs qui subissent des préjudices individuels de non-exécution ou de contrepartie.

B - L'impossibilité pratique de réparer les préjudices

552 - **Les critiques formulées par la doctrine.** M. Nicolas Spitz¹⁴⁰², après avoir montré que l'identification des victimes des préjudices de non-exécution et de contrepartie était théoriquement possible par l'application des règles de marché, a finalement écarté la possibilité d'une réparation en formulant deux critiques. Une première, à notre sens non pertinente, relative au caractère illégitime et arbitraire de l'application des règles de marché pour déterminer les victimes desdits préjudices (1), et une seconde, qui cette fois emporte la conviction, relative à la nécessité de la prise en compte des transactions ultérieurement réalisées (2).

1 - Le rejet de la critique relative à l'application des règles de marché

553 - **La critique relative au caractère illégitime et arbitraire de l'application des règles de marché.** M. Nicolas Spitz, après avoir montré que l'identification des victimes des préjudices de non-exécution et de contrepartie était théoriquement possible grâce à l'application des principes de priorité dans l'exécution des ordres de bourse définis par les règles de marché, a fortement critiqué une telle application, en relevant, d'une part, le caractère illégitime de ces règles qui n'ont « *pas été élaborées dans l'optique de désigner les parties à une transaction boursière, mais seulement pour permettre une confrontation objective et collective des ordres de bourse* », et d'autre part, leur caractère arbitraire, aucune raison ne pouvant justifier de traiter différemment des investisseurs qui ont transmis au marché des ordres similaires dans un temps voisin. Ce n'est pas, selon lui, parce que les ordres de certains d'entre eux auraient été fortuitement empêchés ou permis du fait de l'intervention de l'initié que ceux-ci devraient

¹⁴⁰¹ Art. 8302/1, Règles de marché d'Euronext, Livre I, Règles harmonisées.

¹⁴⁰² N. Spitz, *op. cit.*, n° 455 et s.

faire l'objet d'un traitement privilégié¹⁴⁰³. Il a, par ailleurs, considéré que la réparation des préjudices de non-exécution et de contrepartie supposait que l'on admette au préalable la qualification contractuelle d'une transaction boursière¹⁴⁰⁴, question qui reste fortement débattue en doctrine¹⁴⁰⁵.

554 - Le rejet de la critique relative au caractère illégitime et arbitraire de l'application des règles de marché. La démonstration, certes subtile et séduisante, ne nous convainc pas sur ce point. La seule question qui se pose en matière de responsabilité civile c'est de comparer la situation actuelle et celle qui aurait existé si le fait dommageable ne s'était pas produit. A cet égard, la méthode retenue par l'analyse économique du droit, qui consiste à comparer le carnet d'ordres en l'absence et en cas d'intervention de l'initié pour déterminer si un préjudice existe, nous paraît adéquate. Partant, d'une part, nous ne voyons pas en quoi il serait nécessaire de qualifier de relation contractuelle une transaction boursière pour procéder à cette comparaison : le débat qui continue d'opposer la doctrine quant au point de savoir si une transaction boursière est de nature contractuelle est ici tout simplement indifférent.

D'autre part et surtout, nous pensons qu'il faut nécessairement appliquer les règles de priorité prévalant sur le marché pour comparer les deux situations puisque ce sont justement ces

¹⁴⁰³ V. N. Spitz, *op. cit.*, n° 453 et s.

¹⁴⁰⁴ N. Spitz, *op. cit.*, n° 234. Dans le même sens, P. Morel, *op. cit.*, p. 2.36 et 2.37 : « il est évident, en premier lieu qu'une quelconque "relation contractuelle" entre un initié et un non-initié est la pure conséquence du fonctionnement des mécanismes boursiers. Or, comme l'objectif de la théorie "ne pas tromper" est de compenser le manque à gagner des victimes des initiés, il est conceptuellement difficile d'accorder réparation à leurs cocontractants techniques plutôt qu'à d'autres investisseurs qui ont opéré sur le marché au même moment qu'eux. Tous, en effet, ont subi le même préjudice (investir sans le bénéfice de l'information privilégiée) et la qualité fortuite de quelques-uns (être le "cocontractant" de l'initié) n'est pas suffisante pour justifier une réparation d'essence compensatoire. Mais, surtout, les mécanismes boursiers ne prennent à aucun moment l'identité d'un investisseur en considération. Le seul apport d'un initié comme celui de tout autre investisseur est de donner un ordre d'achat ou de vente qui modifie l'équilibre de l'offre et de la demande. Les modalités de l'opération (la recherche d'un ordre en sens inverse, le moment et le prix auquel elle est effectuée) sont déterminées par le système sans que l'initié y puisse rien modifier. Comme l'institution boursière prend totalement en charge la réalisation des opérations des investisseurs, la seule qualité du cocontractant technique de l'initié est d'être un autre utilisateur de la même institution. Introduire une notion contractuelle dans un contexte boursier relève de la même idée que de soutenir que l'utilisateur d'un transport en commun a une relation contractuelle avec son voisin parce qu'il utilise le même véhicule. Ceci ne veut pas dire pour autant que les investisseurs n'ont pas motif à se plaindre de l'initié, car s'il est vrai que l'initié ne les a pas trompés, on peut au moins lui reprocher d'avoir triché. L'utilisation d'une information privilégiée lui a permis de se soustraire à l'aléa boursier qui est normalement le lot commun des opérateurs en bourse et cela mérite une sanction au même titre que tout autre comportement anti-social. Cette sanction, toutefois, ne peut avoir des objectifs compensatoires puisque nul ne souffre d'un manque à gagner, ni reposer sur des recherches causales puisque les non-initiés ne sont en rien influencés par les initiés ».

¹⁴⁰⁵ V. rejetant la qualification contractuelle des transactions boursières : A.-C. Muller, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préc., spéc. n° 30 à 86 ; A.-C. Rouaud, *Contribution à l'étude de l'opération de marché – Étude de droit des marchés financiers*, préf. J.-J. Daigre, IRJS éd., coll. Bibliothèque de l'institut André Tunc, t. 26, 2010, spéc. n° 408 et s ; V. Guillaumin, *Le consentement échangé sur le marché financier*, RJ com., nov. 1995, p. 133. *Contra* Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, spéc. n° 837-1 ; H. Bouthinon-Dumas, *op. cit.*, spéc. n° 396.

règles qui se sont ou qui se seraient appliquées dans l'exécution des ordres. Cette application n'a donc rien d'arbitraire ou d'illégitime, elle correspond simplement à la réalité des choses. Elle permet de revenir *a posteriori* sur la façon dont les choses se sont passées. Ce que, par ailleurs, les règles de priorité dans l'exécution des ordres recèlent en elles-mêmes d'arbitraire relève d'un autre débat. Pour reprendre l'exemple précédent, les investisseurs que nous avons identifiés comme ayant subi un préjudice de non-exécution ou de contrepartie sont bien ceux qui ont fait une mauvaise affaire parce que leurs ordres, et non ceux d'autres investisseurs, n'ont pas été exécutés ou l'ont été du fait de l'intervention de l'initié. A titre de comparaison, les règles de priorité routière ont été conçues pour réguler la circulation, et non *a priori* pour déterminer les responsabilités respectives des différents conducteurs en cas d'accident ; ce sont pourtant elles que l'on applique dans cette hypothèse.

Les critiques formulées à l'encontre de l'application des règles de priorité du marché nous paraissent ainsi infondées. En revanche, celles touchant au montant de l'indemnisation perçue, au regard des transactions réalisées ultérieurement, nous paraissent de nature à remettre beaucoup plus sérieusement en cause la théorie proposée par l'analyse économique du droit.

2 - La prise en compte des transactions ultérieurement réalisées

555 - **La nécessaire prise en compte des transactions ultérieures.** La seconde critique adressée à la réparation des préjudices de non-exécution et de contrepartie tient à l'absence de prise en compte par l'analyse économique du droit des transactions effectuées par les victimes postérieurement à la réalisation de ces préjudices, transactions qui sont pourtant susceptibles de diminuer fortement voire de réduire à néant lesdits préjudices¹⁴⁰⁶. Autant la critique relative au caractère illégitime et arbitraire de l'application des règles de priorité définies par le marché dans la détermination des victimes nous est apparue dépourvue de pertinence, autant celle-ci nous semble fondée et de nature à remettre en question les conclusions tirées par l'analyse économique du droit.

¹⁴⁰⁶ V. N. Spitz, *op. cit.*, n° 457.

La démonstration est particulièrement nette en ce qui concerne le préjudice de non-exécution. En effet, si l'on prend le cas d'un marché haussier, l'investisseur qui éprouve un préjudice de non-exécution est celui dont l'ordre d'achat n'a pas été exécuté en raison de l'intervention de l'initié. Or, il est fort probable soit que l'ordre d'achat en question ait ensuite, au gré des nouveaux ordres transmis au marché, trouvé une contrepartie sur le marché, soit que l'investisseur ait passé un nouvel ordre à un cours légèrement supérieur qui ait ensuite été exécuté. Le préjudice subi n'est alors pas égal à la différence entre le cours du titre au jour de l'information privilégiée et le cours auquel l'ordre d'achat n'a pas été exécuté, mais simplement à la différence, si elle est positive, entre le cours auquel l'ordre a été exécuté et le cours auquel l'ordre d'achat n'a pas été exécuté du fait de l'initié.

La situation n'apparaît pas tout à fait symétrique dans le cas d'un préjudice de contrepartie car, dans cette hypothèse, l'ordre a été exécuté – c'est l'exécution de l'ordre elle-même qui est préjudiciable – et n'est donc plus présent sur le marché. Il se peut toutefois que l'investisseur dont l'ordre de vente a été exécuté du fait de l'initié décide, postérieurement à cette exécution, de racheter les titres quelques instants plus tard. Le préjudice de contrepartie n'est alors plus égal à la différence entre le cours du titre au jour de l'information privilégiée et le cours auquel l'ordre de vente a été exécuté, mais simplement à la différence, si elle est positive, entre le cours auquel l'ordre d'achat passé quelques instants plus tard a été exécuté et le cours auquel l'ordre initial de vente a été exécuté.

556 - La manifestation du particularisme des marchés boursiers. C'est le particularisme des marchés boursiers qui se manifeste ici. Un préjudice de non-exécution ou un préjudice de contrepartie peut être engendré sur n'importe quel marché de biens ou de services. Il se peut en effet qu'une personne supérieurement informée ravisse un contrat à une autre qui va alors éprouver un préjudice de non-exécution ou bien l'amène à contracter, lui faisant ainsi subir un préjudice de contrepartie. Il est alors probable que ces préjudices soient définitifs : la personne qui n'a pas pu contracter va avoir du mal à trouver un nouveau cocontractant ; la personne qui a contracté va certainement conserver le bien acquis ou ne pas racheter un bien similaire au bien vendu.

La situation se présente de manière fondamentalement différente sur un marché boursier. Le marché permet en effet une rencontre permanente entre l'offre et la demande de titres parfaitement fongibles si bien que, d'une part, l'offre de contracter que constitue un ordre pourra être maintenue sur le marché et trouver finalement une contrepartie, et que, d'autre

part, des décisions d'investissement diverses (passer un ordre à un cours légèrement différent de manière à ce qu'il soit exécuté, décider de racheter les titres, etc.) peuvent être prises postérieurement à une première décision d'investissement et modifier ainsi les préjudices initialement subis. Ainsi, ce qui pourrait n'être qu'une faiblesse conceptuelle mineure, dans le cadre d'un marché de biens et de services, est une tare indélébile entachant la théorie développée par l'analyse économique du droit sur un marché boursier ; on ne peut raisonnablement pas, compte tenu de la liquidité du marché et de la fluidité des échanges, faire abstraction des transactions qui seront effectuées postérieurement à la réalisation de préjudices de non-exécution ou de contrepartie par les victimes desdits préjudices.

D'un point de vue théorique, il est en effet fondamentalement inapproprié, sur un marché caractérisé par la possibilité d'effectuer constamment des transactions, notamment en sens inverse, de ne pas prendre en compte les transactions réalisées par les victimes postérieurement à leur préjudice. En pratique, lesdites victimes pourront largement diminuer leur préjudice, voire le réduire à néant, en passant les ordres de bourse adéquats, que ce soit au regard du préjudice de non-exécution comme du préjudice de contrepartie. Ignorer cet état de fait, c'est tout simplement faire fi du particularisme du marché boursier.

557 - **La propagation de l'« onde » du préjudice.** En fait, la nature particulière du marché boursier, où se nouent de façon incessante des ordres d'achat et des ordres de vente, va engendrer une propagation et une fragmentation du préjudice. Par exemple, le préjudice de non-exécution initialement subi par le premier investisseur dont l'ordre d'achat n'a pas été exécuté du fait de l'intervention de l'initié est ensuite susceptible d'être transmis par fragment à toute une chaîne d'investisseurs. Reprenons l'exemple précédent et supposons que, dans un contexte de marché haussier, le cours de 61,10 euros au moment de l'intervention de l'initié atteigne 61,50 euros au jour de la révélation de l'information privilégiée positive. Le préjudice de non-exécution initial est de 0,40 euro. Si l'investisseur initial, lorsqu'il apprend l'inexécution de son ordre à 61,10 euros, passe un autre ordre d'achat au cours de 61,20 euros qui est finalement exécuté à ce prix, l'exécution de cet ordre empêche à son tour l'exécution d'un autre ordre d'achat. Le préjudice de l'investisseur initial est ainsi réduit à 0,10 euro et le montant résiduel du préjudice non-exécution de 0,30 euro est transféré à un second investisseur dont l'ordre n'a pas pu être exécuté du fait de l'exécution de l'ordre de l'investisseur initial. Ce second investisseur peut, à son tour, lorsqu'il apprend l'inexécution de son ordre à 61,20 euros, passer un autre ordre d'achat au cours de 61,25 qui est finalement

exécuté à ce prix. Le préjudice de non-exécution du second investisseur est ainsi réduit à 0,05 euro et le montant résiduel du préjudice de 0,25 euro est transféré à un troisième investisseur dont l'ordre n'a pas pu être exécuté du fait de l'exécution de l'ordre du second investisseur. Et ainsi de suite soit jusqu'au jour de la publication complète de l'information privilégiée, soit jusqu'à ce qu'une victime renonce à l'exécution de l'ordre qu'elle a initialement émis et qui n'a pas été exécuté du fait de l'intervention d'un autre investisseur. De la même façon, un préjudice de contrepartie initialement subi par un investisseur peut être réduit et partiellement transféré à d'autres investisseurs en cas de rachats successifs des titres.

En d'autres termes, si les transactions réalisées postérieurement réduisent le préjudice des victimes initiales, c'est parce qu'en fait ces transactions ont pour effet de transférer, partiellement ou totalement, le préjudice à d'autres investisseurs dont les ordres n'ont pas été exécutés et qui ont alors subi un nouveau préjudice de non-exécution ou dont les ordres ont été exécutés et qui ont alors subi un nouveau préjudice de contrepartie. Le transfert de richesses des non-initiés vers les initiés se réalise ainsi non pas des victimes initiales vers les initiés, mais d'une multitude d'investisseurs non-initiés vers les initiés. C'est comme si l'opération d'initié créait une « onde » de préjudice qui se propage sur le marché. On ne peut sans doute trouver de meilleure illustration de préjudice diffus.

Ainsi, si la théorie proposée par l'analyse économique du droit nous paraît fournir un cadre conceptuel précieux, c'est pour des raisons différentes de celles qui ont constitué son objet initial. En effet, en mettant en évidence les notions de préjudice de non-exécution et de préjudice de contrepartie, elle a cherché à démontrer qu'une opération d'initié causait des préjudices individuels qui devaient ainsi faire l'objet d'une réparation. Nous en tirons une conclusion inverse : ce qui ressort de l'analyse menée c'est au contraire que les préjudices issus de la modification du carnet d'ordres résultant d'une opération d'initié sont des préjudices qui seront le plus souvent diffusés de manière parcellaire à l'ensemble du marché et qui sont donc fondamentalement diffus. La propagation du préjudice, qui s'oppose à sa réparation, résulte en effet de la nature particulière du marché boursier, où se nouent de façon incessante des ordres d'achat et de vente.

En conclusion, si ces préjudices nous paraissent bien exister, il nous faut en même temps constater qu'il est illusoire, dans la plupart des cas, d'espérer leur apporter une quelconque réparation par la voie de la responsabilité civile. Cette affirmation peut, par ailleurs, être facilement transposée en matière de manipulation de cours ; en effet, si celle-ci devait causer,

en altérant le carnet d'ordres, des préjudices de non-exécution et de contrepartie – ce à quoi l'analyse économique du droit ne s'est jusqu'à présent pas intéressée -, ils seraient de la même façon fondamentalement diffus, fragmentés entre une multitude d'investisseurs au sein du marché.

558 - **Conclusion du Chapitre II et du Titre I.** A l'issue de l'analyse, il ressort qu'en matière d'intervention frauduleuse sur le marché, la réparation doit également *de lege ferenda* être limitée au préjudice prouvé d'altération de la décision. Notre choix de politique juridique a été guidé par les finalités que nous nous sommes assignées, à savoir d'assurer en priorité la fonction réparatrice de la responsabilité civile et les fonctions du droit financier, et à titre subsidiaire la fonction dissuasive. Notre démarche a donc consisté, à l'inverse du droit américain, à identifier les préjudices existants et à déterminer s'il était opportun de les réparer, au besoin en aménageant la responsabilité civile.

Nous avons ainsi d'emblée écarté toute présomption de causalité en la matière, au motif qu'une altération de la décision à partir des signaux trompeurs envoyés au marché par une manipulation de cours ou une opération d'initié ne serait que peu vraisemblable, et risquerait par ailleurs de déresponsabiliser l'investisseur, au détriment de sa nécessaire protection, en le garantissant contre l'aléa boursier.

La manipulation de cours et l'opération d'initié peuvent, en revanche, causer des préjudices d'altération du marché de deux sortes. Aucun ne peut toutefois être indemnisé au regard de la fonction réparatrice. D'une part, le préjudice d'altération de cours, bien qu'il ait les faveurs de la jurisprudence française, est encore plus incertain qu'en matière d'information publique défectueuse et est également largement réparé par le marché à travers la diversification. Sa légitimité pourrait en outre être mise en doute en cas d'opération d'initié, celle-ci ayant pour effet de rapprocher le cours de sa juste valeur. D'autre part, les préjudices d'altération du carnet d'ordres, qui résultent de l'intervention au sein même du marché, sont trop diffus pour qu'on puisse véritablement les appréhender. Ils résultent en fait, en raison du particularisme du marché boursier, en une « onde » de préjudice.

Ainsi, ce n'est pas que des préjudices n'existent pas, comme l'affirme notamment une partie de la doctrine à propos des opérations d'initié, mais simplement qu'il est illusoire d'espérer les réparer. Il nous paraît, en conséquence, d'autant plus important de renforcer la répression administrative et pénale en la matière pour éviter précisément que de tels préjudices

n'adviennent et pour assurer une dissuasion, qui ne pourra en tout état de cause, même à titre accessoire, provenir de la responsabilité civile.

En définitive, tant en matière d'information publique défectueuse que de manipulation de cours ou d'opération d'initié, seul le préjudice prouvé d'altération de la décision doit être réparé, ce qui ne nécessite aucun aménagement de la responsabilité civile.

Il faut désormais préciser comment doit être mis en œuvre ce choix de politique juridique.

TITRE II - LA MISE EN ŒUVRE DU CHOIX DE POLITIQUE JURIDIQUE

559 - **Mise en œuvre du choix de politique juridique.** Après avoir déterminé le choix de politique juridique qui nous semble le plus approprié, il est temps maintenant de le mettre en musique. Sa mise en œuvre revêtira, classiquement, des aspects substantiels (**Chapitre I**) et des aspects processuels (**Chapitre II**), l'importance des premiers l'emportant toutefois sur celle des seconds, compte tenu du caractère restrictif de la solution que nous préconisons.

CHAPITRE I - LES ASPECTS SUBSTANTIELS

560 - **Les aspects substantiels.** D'un point de vue substantiel, deux aspects méritent particulièrement notre attention : d'une part, le rôle de la jurisprudence dans la mise en œuvre du choix de politique juridique (**Section I**) ; d'autre part, le choix du responsable au sein de l'émetteur (**Section II**).

Section I - **La mise en œuvre du choix par la jurisprudence**

561 - **Le rôle de la jurisprudence dans la mise en œuvre du choix de politique juridique. Une politique judiciaire.** Le choix de politique juridique que nous préconisons devrait, selon nous, être mis en œuvre par la jurisprudence. Dans le cadre de cette politique judiciaire, il revient plus précisément à la Cour de cassation d'affirmer le principe de la limitation de l'indemnisation au préjudice prouvé d'altération de la décision sur le marché secondaire (**Paragraphe 1**), et aux juges du fond de fixer les modalités de cette indemnisation (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - **L'affirmation du principe par la Cour de cassation**

562 - **L'affirmation du principe par la Cour de cassation.** Etant donné le rôle créateur de la jurisprudence en droit de la responsabilité civile (**A**), une intervention prétorienne nous paraît appropriée, ce qui nécessite un arrêt de principe énonçant la nouvelle solution (**B**).

A - **Le rôle créateur de la jurisprudence**

563 - **Le rôle créateur de la jurisprudence dans le droit commun de la responsabilité civile : un droit principalement jurisprudentiel.** Est-il besoin de le rappeler, le rôle de la jurisprudence dans l'élaboration de la théorie de la responsabilité civile a été éminent. Celle-ci est, en grande partie, une construction prétorienne réalisée à partir des principes généraux posés par les rédacteurs du Code civil de 1804, « *en réaction contre la casuistique romaine et*

la mosaïque de l’Ancien régime »¹⁴⁰⁷, de sorte que le droit commun de la responsabilité civile apparaît aujourd’hui comme un « *droit principalement jurisprudentiel* »¹⁴⁰⁸. M. Pascal Ancel écrit ainsi que « *toute l’histoire du droit commun de la responsabilité en France depuis 1804 apparaît comme celle du déclin de la portée des règles légales dans le droit commun de la responsabilité civile* »¹⁴⁰⁹. Aujourd’hui encore, en dépit de la multiplication des régimes spéciaux de responsabilité, la jurisprudence utilise largement son pouvoir créateur pour mettre en œuvre sa politique juridictionnelle, en s’appuyant sur le caractère très général des dispositions légales communes, malgré la force et que le prestige qu’elles conservent¹⁴¹⁰. Il est vrai qu’à cet égard, le projet Catala semble opter, à l’instar des projets de réforme européens et nationaux¹⁴¹¹, pour une vision plus « *légaliste* » de la matière par une réglementation bien plus détaillée et une consécration de nombre de solutions jurisprudentielles. Il n’en reste pas moins, et cette question se pose pour toute entreprise de codification, que la loi, quelle que soit la volonté de maîtrise de son auteur, ne peut pas tout prévoir, et que la jurisprudence conservera, en tout état de cause, un pouvoir créateur¹⁴¹².

B - Une intervention prétorienne

564 - **Politique jurisprudentielle de la Cour de cassation.** Pour que soit mise en œuvre la solution restrictive que nous préconisons, il nous paraît approprié que la Cour de cassation intervienne, dans le cadre de sa politique jurisprudentielle, en adoptant un arrêt de principe¹⁴¹³ en matière

¹⁴⁰⁷ V. P. Ancel, *Les conceptions générales de la matière : rôles respectifs de la loi et du juge en matière de responsabilité civile, responsabilité délictuelle et responsabilité contractuelle*, séminaire de Chambéry des 20 et 21 mars 2009, disponible sur le site du GRERCA, p. 2. V. les différentes communications relatives à ce séminaire, disponibles sur le site du GRERCA : P. Ancel, *Le rôle respectif de la loi et du juge dans les projets européens* ; L. Neyret, *Le rôle respectif de la loi et du juge en droit français de la responsabilité civile* ; J. Lete, *Synthèse sur la question du rôle respectif de la loi et du juge* (version orale).

¹⁴⁰⁸ P. Ancel, *Les conceptions générales de la matière : rôles respectifs de la loi et du juge en matière de responsabilité civile, responsabilité délictuelle et responsabilité contractuelle*, *ibid.*

¹⁴⁰⁹ *Ibid.*

¹⁴¹⁰ *Ibid.* L. Neyret, art. préc., affine l’analyse en distinguant le pouvoir normatif délégué de la jurisprudence (consistant dans l’interprétation ou l’adaptation des textes, parfois même *contra legem*), et le pouvoir normatif autonome (consistant dans la création de principes sans référence législative, par exemple la responsabilité pour trouble anormal de voisinage).

¹⁴¹¹ P. Ancel, *Les conceptions générales de la matière : rôles respectifs de la loi et du juge en matière de responsabilité civile, responsabilité délictuelle et responsabilité contractuelle*, préc., p. 3.

¹⁴¹² *Ibid.*, faisant observer en outre que la consécration de nombreuses solutions jurisprudentielles par le projet Catala, constitue « *un hommage extraordinaire rendu au pouvoir créateur de la jurisprudence* », et le signe, comme le relève également M. Laurent Neyret, de l’interaction constante entre loi et jurisprudence.

¹⁴¹³ C’est-à-dire d’« *un arrêt contenant un principe d’application générale appelé à régir d’autres cas analogues* » (F. Terré, *Introduction générale au droit*, Dalloz, coll. Précis, 2012, 9^e éd., n^o 355). En effet, l’admission des arrêts de principe n’apparaît plus, aujourd’hui, contraire à la prohibition des arrêts de règlement

de responsabilité civile sur le marché secondaire, tant pour l'information publique défectueuse (1) que pour l'intervention frauduleuse sur le marché (2).

1 - En matière d'information publique défectueuse

565 - **La nécessité d'un revirement de jurisprudence en matière d'information publique défectueuse.** En matière d'information publique défectueuse, la Cour de cassation devrait, plus précisément, procéder à un revirement de jurisprudence, dès lors qu'elle a consacré solennement la solution de la perte de chance abstraite dans l'arrêt *Gaudriot* de 2010 et l'a réitérée dans le cadre de l'affaire *Marionnaud* en 2014. Elle pourrait ainsi affirmer le principe selon lequel la réparation sera désormais limitée au préjudice prouvé d'altération de la décision, en énonçant que « *lorsqu'une information financière défectueuse est délivrée sur le marché secondaire, seuls les investisseurs ayant établi qu'ils se sont fondés, au titre de leurs décisions d'investissement, sur ladite information, seront susceptibles d'être indemnisés dans le cadre des articles 1382 et 1383 du Code civil* »¹⁴¹⁴. Ainsi, de manière implicite, elle reviendrait, d'une part, sur la théorie de l'altération abstraite de la décision, et exclurait, d'autre part, pour l'avenir, toute possibilité de réparation d'un préjudice d'altération du cours, dont nous avons montré le caractère néfaste. En outre, la nouvelle solution serait bien conforme au principe général, à valeur constitutionnelle, de responsabilité pour faute en droit français, dès lors qu'il s'inscrirait dans le cadre des articles 1382 et 1383 du Code civil.

Evidemment, pour que la solution présente encore davantage de pérennité, elle pourrait être gravée dans la loi par le législateur plutôt qu'affirmée par la Cour de cassation. On pourrait même considérer qu'il serait préférable que législateur se prononce en la matière plutôt que la Cour suprême, compte tenu de l'importance du principe posé et des motifs qui le fondent. Nous avouons toutefois une préférence pour une intervention prétorienne plutôt que légale,

posée à l'article 5 du Code civil, selon lequel « *il est défendu aux juges de se prononcer par voie de disposition générale et réglementaire sur les causes qui leur sont soumises* » - qui empêche, en revanche, d'introduire en droit français une autorité obligatoire du précédent (v. P. Hébraud, *Le juge et la jurisprudence*, in *Mélanges Couzinet*, 1974, p. 339). En effet, comme l'écrit avec clarté F. Terré, *ibid.*, « *la prohibition des arrêts de règlement n'empêche pas le juge d'émettre des principes généraux de solution, dès lors qu'il y a un lien entre le principe exprimé et la solution du litige. En d'autres termes, ce que l'article 5 interdit au juge – même au juge de cassation –, c'est de créer des normes, et ce en dehors de tout litige. Cela n'exclut pas la création de normes prétoriennes dans le cadre de l'activité juridictionnelle (...). Longtemps contestée à partir d'une interprétation extensive de l'article 5 du Code civil, l'admission des arrêts de principe n'est plus discutée aujourd'hui* ».

¹⁴¹⁴ Cette formulation devrait être adaptée si le juge souhaite faire une place également à la l'altération concrète non déterminante de la décision (perte de chance concrète). Cf. *infra*.

dans la mesure où elle sera d'un formalisme bien moins lourd et surtout que la solution sera bien plus aisée à modifier, si l'on s'apercevait à l'usage qu'elle est inadéquate.

2 - En matière d'intervention frauduleuse sur le marché

566 - **L'affirmation du principe par la jurisprudence en matière d'intervention frauduleuse sur le marché.** De la même façon, la Cour de cassation pourrait, en matière d'intervention frauduleuse sur le marché, poser dans un arrêt de principe que « *lorsqu'est commise une manipulation de cours ou une opération d'initié, seuls les investisseurs ayant établi qu'ils se sont fondés, au titre de leurs décisions d'investissement, sur les signaux trompeurs générés par ladite manipulation ou opération sur le marché secondaire, seront susceptibles d'être indemnisés dans le cadre des articles 1382 et 1383 du Code civil* »¹⁴¹⁵. Cela signifierait explicitement que l'altération de la décision doit être prouvée, et implicitement que sont rejetées à la fois la théorie de l'altération du cours, ce qui mettrait un terme à la jurisprudence actuelle des juridictions du fond exigeant un impact sur le cours de bourse pour accorder réparation, et celle de l'altération abstraite de la décision.

En outre, s'agissant plus précisément de la chambre criminelle de la Cour de cassation, elle devrait préciser et compléter sa jurisprudence de 2002, en indiquant que seul un investisseur, en mesure d'établir le préjudice d'altération de la décision qu'il a subi du fait d'un délit d'initié ou d'une manipulation de cours, est recevable à se constituer partie civile de ce chef à l'exclusion de toute autre victime, et ce même dans l'unique but de corroborer l'action publique à des fins vindicatives¹⁴¹⁶.

¹⁴¹⁵ Cette formulation devrait également être adaptée si le juge souhaite maintenir la possibilité de réparation d'une perte de chance concrète.

¹⁴¹⁶ L'on sait, en effet, que la chambre criminelle de la Cour de cassation admet la constitution de partie civile de victimes, que ce soit devant la juridiction d'instruction ou de jugement, alors même que celles-ci ne sollicitent aucune réparation. L'action civile est alors exercée avec la seule volonté de corroborer (et possiblement de déclencher) l'action publique à des fins dites « *vindicatives* » (v., notamment, F. Desportes et L. Lazerges-Cousquer, *op. cit.*, n° 1341 et s. ; *adde* R. Merle, *La distinction entre le droit de se constituer partie civile et le droit d'obtenir réparation du dommage causé par l'infraction*, in *Droit pénal contemporain : mélanges en l'honneur d'André Vitu*, éd. Cujas, 1989, p. 397, et C. Rosa, *De la dissociation entre la réparation et la répression dans l'action civile exercée devant les juridictions répressives*, D., 1991, chron., p. 85). Il s'agit toutefois de personnes ayant subi un préjudice déterminé, mais n'en demandant pas réparation soit par choix, soit en raison de l'incompétence de la juridiction pénale à cet égard (par exemple, en cas de compétence de la juridiction administrative). Or, tel n'est pas le cas des victimes de préjudices de non-exécution et de contrepartie résultant sur le marché d'une opération d'initié ou d'une manipulation de cours. Ces préjudices sont, en effet, trop diffus pour que l'on puisse admettre la recevabilité de l'action civile exercée par les investisseurs présents

Paragraphe 2 - **La fixation des modalités par les juges du fond**

567 - **La fixation des modalités de l'indemnisation par les juges du fond.** Outre l'affirmation du principe de limitation de l'indemnisation sur le marché secondaire par la Cour de cassation, la jurisprudence, cette fois-ci par l'intervention des juges du fond, doit également fixer les modalités de l'indemnisation tant en ce qui concerne le lien de causalité (A), que le préjudice (B).

A - Le lien de causalité

568 - **La preuve de l'altération concrète de la décision par les investisseurs institutionnels et sophistiqués. La nécessité d'une appréciation souple par les juges du fond.** Comme le fait remarquer avec beaucoup de justesse M. Didier Martin, « *la focalisation des réflexions sur le sort des petits porteurs a pu conduire à occulter le rôle pourtant majeur que pourraient jouer les organismes de placement collectif et autres investisseurs institutionnels* »¹⁴¹⁷. Or, il nous semble que ces acteurs, prenant leur décision d'investissement à partir d'une analyse informationnelle et dans le cadre plus général de leur politique d'investissement, devraient être en mesure de prouver le préjudice d'altération de la décision qu'ils ont subi. M. Didier Martin écrit ainsi de manière fort éclairante : « *la prétendue difficulté à établir un lien de causalité certain entre l'opération réalisée par la victime et la faute commise par le défendeur est (...) pour ce qui est de ces professionnels, particulièrement peu convaincante. Il serait en effet aisé à un professionnel de la gestion d'épargne ou à un responsable d'un investisseur institutionnel, de produire les analyses qui lui ont été transmises et, qui tenant compte de l'information en cause, concluaient à la pertinence de l'opération finalement réalisée, de même que celles ayant conduit le cas échéant à la revente des titres immédiatement après rectification de l'information par voie de communiqué* »¹⁴¹⁸. Ces investisseurs, étant généralement attentifs à l'évolution du marché, pourraient également être à même d'établir qu'ils ont tenu compte, dans le cadre de leur analyse informationnelle, de

sur le marché en même temps que l'initié ou le manipulateur, quand bien même ils ne chercheraient qu'à corroborer l'action publique à des fins vindicatives sans exiger une quelconque réparation.

¹⁴¹⁷ D. Martin, *Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard*, in *Mélanges AEDBF-France VI*, dir. A. Gourio et J.-J. Daigre, RB éd., 2013, p. 399, spéc. p. 416.

¹⁴¹⁸ *Ibid.*

l'observation qu'ils ont pu faire des ordres de bourse passés par un initié ou un manipulateur, voire de leur effet sur le cours de bourse. Il pourrait en être ainsi également de petits investisseurs sophistiqués, qui auraient mené leur propre analyse et seraient en mesure d'en rapporter la preuve, comme l'illustre l'affaire *Eurodirect Marketing* en droit français¹⁴¹⁹.

Il serait d'ailleurs souhaitable que les juges du fond fassent preuve, en la matière, d'une certaine souplesse dans l'appréciation de la causalité. La méthode du faisceau d'indices qui est couramment appliquée par la commission des sanctions de l'AMF en matière d'opération d'initié pour établir qu'un investisseur s'est bien fondé sur une information privilégiée¹⁴²⁰, pourrait notamment être utilisée. C'est d'ailleurs en tenant compte des différentes circonstances de fait que, dans l'affaire *Eurodirect Marketing*, les juges du fond en ont déduit que l'investisseur avait bien été déterminé dans sa décision d'investissement par les fausses informations diffusées par la société (nette augmentation des achats à compter de la publication de ces informations, demande de communication de documents auprès de la société). La difficulté est, donc, loin d'être insurmontable. En outre, s'agissant des investisseurs particuliers en mesure de prouver qu'ils ont acheté des titres sur les conseils d'un prestataire financier s'étant lui-même déterminé à partir d'une analyse des informations mensongères délivrées par un émetteur, ils devraient être considérés comme s'étant fondés indirectement sur lesdites informations et donc admis à agir directement contre l'émetteur – à moins bien sûr que l'attitude du prestataire puisse être tenue pour fautive, ce qui justifierait alors une action en responsabilité contractuelle à son encontre. Enfin, si d'un point de vue probatoire, la reconnaissance du caractère déterminant de l'information pour un investisseur relève de l'appréciation des juges du fond, il convient de rappeler que la Cour de cassation exerce un contrôle étendu en matière de causalité¹⁴²¹, ce qui pourrait lui permettre de contraindre les juges du fond à plus de souplesse en la matière.

569 - **La nécessité d'un plus grand activisme des investisseurs institutionnels.** M. Didier Martin regrette ainsi la passivité de ces acteurs de premier plan que sont les investisseurs

¹⁴¹⁹ Cf. *supra*.

¹⁴²⁰ V. A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1531. Adde les intéressantes observations à ce propos d'H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.-P. Bornet, note sous Sanct. AMF, 23 déc. 2008, Banque et droit, nov.-déc. 2009, n° 128, p. 47.

¹⁴²¹ V. G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 349, qui relèvent notamment que « quant à l'existence du rapport de causalité, les juges du fond ne l'apprécient que sous le contrôle de la Cour de cassation qui s'exerce sans réserve tant sur la motivation que sur le bien-fondé des déductions qu'ils ont tirées des faits souverainement constatés ».

institutionnels, pourtant à l'origine de la majorité des ordres, et ce alors même que la faute est particulièrement aisée à rapporter lorsque le défendeur a fait l'objet d'une décision de sanction de la part de l'AMF, en dépit de l'absence d'autorité de la chose jugée attachée à ces décisions : *« force est donc de déplorer d'autant plus l'inertie des professionnels et, en premier lieu, des prestataires de services d'investissement, pour qui la voie indemnitaire ne semble pas avoir été intégrée comme un moyen de protéger l'intérêt de leurs clients et des porteurs de parts. Peut-être une réflexion mériterait-elle d'être menée sur l'opportunité de les amener à pouvoir justifier le cas échéant de leur inaction judiciaire »*¹⁴²². Il serait en effet souhaitable que les investisseurs institutionnels fassent preuve d'un plus grand volontarisme en la matière, et notamment les OPCVM dont les sociétés de gestion ont pour obligation d'agir au mieux des intérêts de leurs clients¹⁴²³. Celles-ci pourraient ainsi être mettre en place une politique interne, en vertu de laquelle elles seraient tenues de comparer l'indemnisation escomptée et les frais y afférents et ensuite de rendre compte aux porteurs de parts de leur décision d'intenter ou de participer ou pas à une action en justice¹⁴²⁴. Même si *a priori* les sommes perçues devraient revenir à l'OPCVM lui-même et non aux porteurs¹⁴²⁵, cela permettrait aux investisseurs particuliers de bénéficier au moins indirectement d'une indemnisation et donc, plus généralement, de contrebalancer quelque peu la conception restrictive que nous avons adoptée.

¹⁴²² *Ibid.*

¹⁴²³ C. mon. fin., art. L. 533-11 : *« lorsqu'ils fournissent des services d'investissement et des services connexes à des clients, les prestataires de services d'investissement agissent d'une manière honnête, loyale et professionnelle, servant au mieux les intérêts des clients »*.

¹⁴²⁴ V., notamment, S. Saint Pé, *Les gérants d'OPCVM français et les class actions américaines*, Bull. Joly Bourse, juill.-août 2009, n° 4, p. 346, à propos de la participation des gérants d'OPCVM aux *securities class actions* : *« finalement, participer aux procédures de class action américaines devient progressivement et indiscutablement une obligation sous-tendant le principe général d'action au mieux des intérêts du client pour les SGP gérant des OPCVM »*. V. plus généralement sur la participation des investisseurs institutionnels aux actions collectives aux Etats-Unis, L. Zingales, *The Future of Securities Regulation*, 47 *Journal of Accounting Research* 391 (2009).

¹⁴²⁵ V. S. Saint Pé, art. préc., faisant observer qu'il serait en effet particulièrement difficile de déterminer les porteurs auxquels les sommes devraient être redistribuées : *« faudrait-il redistribuer aux porteurs présents au moment du préjudice, soit en moyenne 5 à 7 ans avant l'affaire ? Ou aux porteurs présents au moment du lancement de la procédure supportant les frais ? Sans compter que retrouver les porteurs initiaux entraînerait des frais supplémentaires ? »*.

B - Le préjudice

570 - **Le préjudice : distinction des situations.** Doivent être distinguées deux situations : celle dans laquelle l'altération de la décision est déterminante (1), et celle dans laquelle elle ne l'est pas (2).

1 - En cas d'altération déterminante de la décision

571 - **Altération déterminante de la décision.** Il reviendra bien sûr à chaque tribunal d'apprécier le montant de l'indemnisation. Il nous semble, toutefois, qu'il devrait être égal au montant de la totalité des pertes réalisées. D'une part, par mesure de simplification, le calcul étant alors particulièrement facile à effectuer, et ce d'autant que, dans un contentieux qui devrait rester plutôt restreint, le montant total de l'indemnisation devrait rester raisonnable. D'autre part et surtout, parce qu'il correspond à la réalité causale, étant donné que c'est l'information qui a déterminé l'investisseur à prendre cette décision et donc à en subir les conséquences.

L'analyse doit cependant être affinée sur ce point. De deux choses l'une : soit la fausse information, qui a déterminé la mauvaise décision, a également conduit à la baisse du cours lors de sa rectification : il n'y a alors pas, de toute évidence, de rupture causale entre l'information et le préjudice dès lors que celle-ci est à l'origine à la fois de l'altération de la décision et de celle de la totalité du cours. Soit, et évidemment la situation est bien plus fréquente, l'information a certes bien déterminé la mauvaise décision, mais l'évolution du cours du titre par la suite a résulté de la rectification informationnelle, mais également d'autres facteurs, souvent multiples ; il se peut même qu'en raison d'une inefficience informationnelle du marché, la rectification n'ait eu *a posteriori* aucun effet significatif sur le cours. Dans ces conditions, le responsable sera susceptible d'être tenu d'indemniser, un peu comme un assureur, des effets éventuels sur le cours qui ne dépendront pas de sa faute - par exemple, lorsqu'il a délivré une fausse information qui a conduit un investisseur à l'achat d'un titre, dont le cours a ensuite baissé pour des raisons étrangères à la fausse information. C'est, d'ailleurs, exactement le problème qui anime la doctrine américaine relativement à l'exigence de *loss causation* (lien de causalité entre l'information et le préjudice), qui s'ajoute à celle de *transaction causation* (lien de causalité entre l'information et la décision d'investissement).

Y a-t-il, dans ce cas, une rupture du lien de causalité puisque s'intercalent alors, entre l'information et le préjudice, les autres événements ayant eu un effet sur le cours ? Nous ne le pensons pas et ce quelle que soit la théorie de la causalité que l'on applique : si l'on adopte la théorie de l'équivalence des conditions bien sûr puisque sans l'information défectueuse, il n'y aurait pas eu de préjudice ; mais également si l'on adopte la théorie de la causalité adéquate : on peut soutenir en effet qu'il est bien dans le cours des choses qu'un titre, qu'on a été amené à acheter sur le fondement d'une fausse information, voit son cours évoluer de manière continue sur un marché financier au gré des événements et des informations diffusées, et qu'il est donc naturel que l'auteur de l'information ayant conduit à l'achat indemnise la totalité de la baisse.

2 - En cas d'altération non déterminante de la décision

572 - **Altération non déterminante de la décision.** Comme nous l'avons dit, la théorie de la perte de chance est, de manière générale, assez mal adaptée s'agissant d'une information publique. Elle l'est toutefois davantage s'agissant des investisseurs institutionnels qui tiennent généralement compte des informations publiques, et dont le processus décisionnel est plus facile à appréhender¹⁴²⁶. Dans ce cas, le préjudice total sur lequel le juge aura à se fonder, devrait être, pour les mêmes raisons que celles évoquées à propos de l'altération déterminante de la décision, la perte totale réalisée par l'investisseur. Evidemment, le préjudice ne constituant alors qu'une simple perte de chance pour l'investisseur d'avoir pris une meilleure décision, le juge devra pratiquer un abattement sur la perte totale subie, ce qui donnera lieu nécessairement à une certaine part d'arbitraire. On observera, pour terminer, que si l'évaluation du préjudice relève en principe du pouvoir souverain des juges du fond, la Cour

¹⁴²⁶ V., ainsi, D. Martin, note sous CA Paris, pôle 5 ch. 7, 19 mars 2013, n° 2011/06831, Société AFI ESCA c/ Société Marionnaud parfumeries et autres, JCP E, n° 22, 30 mai 2013, 1315 : « *les habitudes d'investissement du demandeur, ses besoins au moment des faits peuvent par exemple permettre de déterminer, même approximativement, les chances pour que, correctement informé, il ait arbitré différemment. La tâche est par ailleurs moins complexe lorsqu'il s'agit d'un prestataire, professionnel du placement. Les notes d'analyse internes, les politiques d'investissement, sont autant d'éléments permettant de reconstituer le processus décisionnel et de dégager les critères de choix les plus influents* ».

de cassation pourrait toutefois, à travers son pouvoir de contrôle de motivation¹⁴²⁷, tenter d'opérer une certaine unification de la jurisprudence sur ce point.

573 - **Synthèse.** Sur le plan substantiel, il est, selon nous, approprié, que le choix de politique juridique préconisé tant en matière d'information publique défectueuse que d'intervention frauduleuse sur le marché secondaire, soit mis en œuvre par la jurisprudence.

L'affirmation du principe s'inscrirait naturellement dans le fort pouvoir créateur de la jurisprudence en matière de responsabilité civile en droit français, et prendrait la forme, couramment acceptée, d'un arrêt de principe de la Cour de cassation, en vertu duquel seuls les investisseurs en mesure d'apporter la preuve du préjudice d'altération concrète de leur décision pourraient être indemnisés dans le cadre du droit commun des articles 1382 et 1383 du Code civil. Une telle intervention prétorienne serait préférable à une intervention légale, en ce qu'elle nécessiterait un formalisme bien moins lourd et permettrait de modifier bien plus facilement la solution si cela s'avérait nécessaire.

Il reviendrait par ailleurs aux juges du fond de fixer les modalités de l'indemnisation en la matière, aussi bien s'agissant du lien de causalité que du préjudice. Il nous semble, du point de vue de la causalité, que les investisseurs institutionnels ou sophistiqués seront généralement en mesure d'apporter la preuve de l'altération de leur décision, en se prévalant des analyses informationnelles sur lesquelles ils se fondent et des politiques d'investissement qu'ils mettent en œuvre. Les juges du fond devraient par ailleurs faire preuve d'une certaine souplesse en la matière, sous le contrôle de la Cour de cassation.

Sur le plan substantiel, il convient également, en matière spécifique d'information publique défectueuse cette fois, de déterminer le choix du responsable au sein de l'émetteur.

¹⁴²⁷ L'on sait que le contrôle de l'exactitude, de la suffisance et du caractère non contradictoire des motifs invoqués par les juges du fond au titre de l'évaluation est exercé par la Cour de cassation de manière particulièrement discrète, incitant de fait le juge à un certain laconisme, au point que l'on a pu sérieusement mettre en doute l'effectivité de ce contrôle de motivation (v. G. Viney et P. Jourdain, *Les effets de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 61 et s.). Certains auteurs appellent toutefois à un renforcement de ce contrôle (*ibid.*, n° 66 ; dans le même sens, *Incertitude et réparation des dommages* (synthèse V. Heuzé), in *Le traitement juridique et judiciaire de l'incertitude*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2008, p. 97 et s., spéc. p. 107 à 111).

Section II - **Le choix du responsable au sein de l'émetteur**

- 574 - **Considérations liminaires. La nature de la faute des émetteurs en matière d'information financière.** La question de la nature, c'est-à-dire du degré de gravité, de la faute de l'émetteur, délivrant une information publique défectueuse sur le marché secondaire, occupe en bonne partie les réflexions de la doctrine. Au Royaume-Uni, par exemple, M. Paul Davies s'est longuement interrogé sur ce sujet, et a préconisé, pour l'essentiel, d'écarter la négligence de l'émetteur, fût-elle grave, pour ne retenir que la faute intentionnelle¹⁴²⁸, ce qui a été consacré par le régime spécial mis en place. En droit français également, des auteurs ont plaidé pour l'exigence d'une faute qualifiée, au motif que l'engagement de la responsabilité civile de l'émetteur pour une simple négligence tendrait à le rendre excessivement prudent dans sa communication financière, au détriment de l'ensemble du marché¹⁴²⁹. Pour notre part, il ne nous semble pas nécessaire, au regard du caractère restrictif de la solution pour laquelle nous plaidons, de limiter encore davantage les hypothèses de mise en cause de la responsabilité civile de l'émetteur, en renforçant l'exigence de gravité de la faute. Une simple négligence dans l'information financière peut donc suffire, en application du droit commun, dès lors que les autres conditions sont remplies, à engager la responsabilité civile de l'émetteur.
- 575 - **Complexité de l'analyse des relations sociétaires au regard de la théorie de la personnalité morale.** Le particularisme du droit des sociétés, et plus largement dans une certaine mesure du droit des groupements, tient pour une large part à la théorie de la personnalité morale, c'est-à-dire à la personnification des membres d'un groupement par un être fictif, mais pourtant doté d'une personnalité juridique, qui vient s'interposer entre les membres du groupement et les tiers, alors même qu'il ne peut agir et n'être représenté que par le truchement de ses organes. Cette existence d'une personne morale, pourtant si essentielle

¹⁴²⁸ V. les observations liminaires sur la responsabilité de l'émetteur du *Davies Final Report*, p. 7 et 8.

¹⁴²⁹ V., notamment, A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 540 et s., estimant que, sur le marché secondaire, l'application d'un régime de responsabilité pour négligence risquerait d'aboutir à un niveau de protection excessif, qui inciterait moins les émetteurs à publier des informations opportunes et complètes, et à une certaine insécurité juridique, de causer des coûts de transaction élevés et des primes d'assurance d'un montant prohibitif, et enfin de donner lieu à une multiplication d'actions, notamment abusives, pour diffusion négligente de fausses informations. Dans le même sens, v. J. Redenius-Hoevermann, *op. cit.*, n° 227 et s. *Adde* N. Spitz, *op. cit.*, n° 170, considérant que les fautes d'abstention pure et simple, c'est-à-dire en l'absence de texte prévoyant une obligation d'agir, ne devraient pas constituer une faute boursière, au risque d'exposer les intervenants sur le marché, et notamment les émetteurs, à une responsabilité trop élevée ; et, n° 260 et s., plaidant, pour les mêmes raisons, en faveur d'un régime restrictif de la faute des émetteurs sur le marché secondaire.

au développement des affaires, est au cœur de nombre des difficultés conceptuelles qui occupent la matière, que l'on songe par exemple au débat sur la nature institutionnelle ou contractuelle de la société ou à la définition de l'intérêt social, qui pose notamment la question de l'existence d'un intérêt propre à la personne morale. Surtout, d'un point de vue plus pratique, l'existence juridique de cet être fictif qui ne peut agir que par l'intermédiaire d'autres, complique singulièrement l'analyse des relations entre les différents protagonistes. En effet, de relations entre deux personnes (les membres du groupement et les tiers), l'on passe, du fait de la création d'une personne morale, à des relations potentielles entre quatre personnes différentes (la société, les dirigeants sociaux, les associés et les tiers). Notamment, la question de la distinction entre « *partie* » ou « *tiers* », déjà complexe de manière générale en droit privé, l'est encore davantage en droit des sociétés du fait de la théorie de la personnalité morale¹⁴³⁰.

576 - Enjeux au regard de la responsabilité civile. L'articulation entre la responsabilité de la société et de ses dirigeants. Assouplissement jurisprudentiel. Cette complexité des relations sociétaires joue particulièrement en matière de responsabilité civile dont la mise en œuvre concrète pose, non seulement la question de la distinction entre préjudice social et individuel, mais également, s'agissant plus particulièrement du préjudice individuel des tiers ou des associés, celle de la détermination du responsable, la société ou ses organes, et, en cas de coresponsabilité, de l'articulation de la responsabilité entre eux.

A cet égard, c'est la fonction de réparation qui doit primer et être assurée prioritairement, au regard de la hiérarchie des fonctions de la responsabilité civile. Il est donc souhaitable que soit maintenue la responsabilité de la personne morale dès lors qu'elle est la plus solvable, tout du moins lorsqu'elle est *in bonis*, et donc la plus à même de pourvoir à l'indemnisation, tout en faisant peser, dans la mesure du possible, sur les dirigeants sociaux, véritables auteurs

¹⁴³⁰ V. D. Cholet, *La distinction des parties et des tiers appliquée aux associés*, D., 2004, p. 1141, qui propose une étude détaillée de la question. Après avoir rappelé que la distinction des parties et des tiers est l'une des plus importantes du droit privé, aussi bien en droit des obligations (effet relatif des contrats prévu à l'article 1165 du Code civil) qu'en droit judiciaire (effet relatif de l'autorité de la chose jugée prévu à l'article 1351 du Code civil), cet auteur ajoute notamment que cette question est encore plus complexe, du fait de la théorie de la personnalité morale, en droit des sociétés, où elle a été pourtant peu étudiée en raison de la querelle doctrinale portant sur le fondement de la personnalité morale (réalité ou fiction) qui a occulté le problème des rapports de la personne morale avec ses membres (v. toutefois B. Oppetit, *Les rapports des personnes morales et de leurs membres*, th. Paris, 1963).

de la faute¹⁴³¹, une partie de la charge de l'indemnisation, afin d'assurer la fonction dissuasive de la responsabilité civile¹⁴³². La tâche est ardue parce que, d'une part, c'est la société qui en principe devrait être tenue pour responsable de son fait personnel, les dirigeants ne faisant agir qu'en son nom et pour son compte, et d'autre part, parce que, du point de vue de la pratique sociétaire, la société assure généralement ses dirigeants. Enfin, l'analyse se trouve encore davantage compliquée en matière d'information publique défectueuse sur le marché secondaire par l'incertitude affectant, comme nous le verrons, la nature de tiers ou de partie au groupement des investisseurs en tant qu'actionnaires potentiels. L'on est vraiment ici au croisement du droit des sociétés, du droit financier et du droit de la responsabilité civile.

Toutefois, l'on assiste depuis quelques années en droit français à un assouplissement notable par la jurisprudence des conditions de mise en cause de la responsabilité des dirigeants sociaux, notamment en matière d'information financière, de sorte que leur responsabilité peut désormais être retenue (**Paragraphe 1**). Il faudra cependant, également, s'assurer qu'ils prennent eux-mêmes en charge les conséquences financières - tout du moins une partie d'entre elles -, de leur responsabilité (**Paragraphe 2**).

¹⁴³¹ V. A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 517 et s., plaidant pour un transfert de responsabilité des émetteurs vers les dirigeants, au motif que « l'élaboration et la diffusion de l'information financière relèvent d'abord et avant tout de la compétence de la direction générale d'une société cotée. Dès lors, les personnes les plus impliquées dans la communication au public d'informations inexactes ou trompeuses sur la situation financière des émetteurs sont les dirigeants de ces derniers, lesquels évoluent dans un contexte les prédisposant à dissimuler certains faits au marché », notamment parce que depuis les années 1990 un mode de rémunération, partiellement fondé sur le cours des titres, s'est développé, et parce que les dirigeants sociaux cherchent également à éviter la survenance d'une OPA qui se traduirait par un changement d'équipe de direction. L'étude classique en ce domaine est celle de J.H. Arlen et W.J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, *U. Ill L. Rev.* 691 (1992), qui soulignent que ce sont les dirigeants qui sont responsables des fausses informations diffusées sur le marché et non les sociétés, et que la fraude devrait donc être perçue comme une forme de coût d'agence, dès lors que les dirigeants cherchent, en manipulant le marché, à augmenter leur rémunération ou à dissimuler les erreurs commises dans l'exercice de leurs fonctions de direction. Pour une analyse plus récente, v. M. Gulati, *When Corporate Managers Fear a Good Thing is Coming to an End: The Case of Interim Nondisclosure*, 46 *UCLA L. Rev.* 675 (1999).

¹⁴³² Pour une réflexion générale sur les fonctions de la responsabilité civile des dirigeants sociaux, v. Ph. Didier, *Les fonctions de la responsabilité civile des dirigeants sociaux*, in *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque du 16 déc. 2002, dir. R. Vatinet, *Rev. sociétés*, 2003, p. 238, concluant à l'extraordinaire complexité de la fonction normative de la responsabilité civile des dirigeants sociaux selon notamment qu'elle s'exerce envers les associés dans le cadre du mandat social (et s'apparenterait alors à une forme de responsabilité contractuelle), ou envers les tiers en dehors de ce mandat. V. également les observations de J. Redenius-Hoevermann, *op. cit.*, n° 227 et s., plaidant pour l'introduction, notamment en droit allemand, d'un régime de responsabilité des dirigeants pour fausse information sur le marché secondaire au regard de la fonction dissuasive. V. également K. Deckert, *op. cit.*, p. 563 et s.

Paragraphe 1 - **La responsabilité des dirigeants sociaux pour information défectueuse**

577 - **Conception restrictive, en droit positif, du fait générateur de responsabilité des dirigeants sociaux. Application à l'information financière.** Le droit positif, en matière sociétaire, pose deux types de restriction, du point de vue du fait générateur, à la mise en cause de la responsabilité civile des dirigeants. Premièrement, une restriction légale puisqu'aux termes de la loi, les dirigeants sociaux ne peuvent être responsables, envers la société ou envers les tiers, que dans trois cas limitativement énumérés. Deuxièmement, une restriction prétorienne, puisque la jurisprudence, prenant appui sur la théorie de la personnalité morale, a *ultra legem* progressivement construit la théorie dite de la «*faute séparable des fonctions* » selon laquelle la société, du moins dès lorsqu'elle est *in bonis*, est responsable des actes accomplis par le dirigeant en représentation de cette dernière, sauf dans la circonstance exceptionnelle où la faute pourrait être considérée comme «*séparable ou détachable des fonctions* ».

Toutefois, ces restrictions, si elles peuvent fortement jouer dans certains domaines, ont en fait peu d'effet en matière d'information financière : la restriction, d'origine légale, ne crée pas de limitation véritable à la responsabilité des dirigeants pour information publique défectueuse (A) ; la seconde, d'origine prétorienne, ne constitue plus, en raison d'un assouplissement de la jurisprudence relative à la faute séparable, qu'une limitation faible (B).

A - L'absence de limitation résultant de la restriction légale

578 - **L'absence de limitation légale à la responsabilité des dirigeants sociaux en matière de communication financière.** Après avoir rappelé le dispositif légal restrictif applicable aux dirigeants sociaux (1), il conviendra de l'appliquer à la communication financière pour constater qu'il n'entraîne pas de fait de limitation de la responsabilité (2).

1 - Un dispositif légal restrictif

579 - **Un dispositif légal restrictif du point de vue du fait générateur.** La responsabilité civile des dirigeants sociaux, notamment d'une société anonyme¹⁴³³, connaît un régime restrictif du point de vue du fait générateur. En effet, aux termes de l'article L. 225-251 alinéa 1 du Code de commerce du Code de commerce, « *les administrateurs et le directeur général sont responsables, individuellement ou solidairement selon le cas, envers la société ou envers les tiers, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes, soit des violations des statuts, soit des fautes commises dans leur gestion* ». La même restriction est retenue à l'égard des membres du directoire en vertu de l'article L. 225-256 du même code¹⁴³⁴. Ainsi, par dérogation au droit commun de la responsabilité civile, la responsabilité civile des dirigeants sociaux ne peut être engagée que pour trois faits générateurs limitativement énumérés : la violation des statuts, l'infraction aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes et la faute de gestion. Ces fautes s'apprécient en principe *in abstracto*, c'est-à-dire par référence à la conduite d'un dirigeant prudent, diligent et actif¹⁴³⁵.

2 - Application à la communication financière

580 - **Préalable. Typologie des hypothèses de mise en cause de la responsabilité des dirigeants pour information publique défectueuse.** Les dirigeants sociaux des émetteurs peuvent essentiellement voir engager leur responsabilité civile en relation avec l'information sur le marché dans trois hypothèses distinctes. Premièrement, à raison, sous certaines conditions qui seront examinées ci-après, des fautes commises en tant que représentants de l'émetteur, c'est-

¹⁴³³ On abordera la question de la responsabilité des dirigeants sociaux essentiellement dans le cadre de la société anonyme. En principe, sont visés sous le terme générique de « *dirigeants sociaux* », dans les sociétés anonymes à forme moniste, le président et les membres du conseil d'administration (administrateurs), le directeur général et les directeurs généraux délégués, ainsi que, dans les sociétés anonymes à forme dualiste, les membres du directoire, à l'exclusion des membres du conseil de surveillance. Toutefois, ces derniers, s'ils n'ont qu'un pouvoir de contrôle à l'exclusion de tout pouvoir de gestion ou de direction, peuvent être tenus responsables des fautes qu'ils commettraient dans l'exercice de ce pouvoir de contrôle, et notamment pour ne pas avoir porté à la connaissance de l'assemblée générale des actionnaires les fautes commises par le directoire, de sorte qu'ils doivent être inclus dans cette étude. La responsabilité civile de l'ensemble des détenteurs de ces fonctions sociales est encadrée, dans la société anonyme, par les articles L. 225-249 à L. 225-257 du Code de commerce.

¹⁴³⁴ L'on notera que les membres du conseil de surveillance ne sont, pour leur part, responsables que « *des fautes personnelles commises dans l'exécution de leur mandat* » (C. com., art. L. 225-257).

¹⁴³⁵ Guyon (Y.), *Droit des affaires*, t. 1, *Droit commercial général et Sociétés*, Economica, 2003, 12^e éd., spéc. n° 459 et s.

à-dire des manquements aux obligations d'information dues par l'émetteur ou de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses au nom et pour le compte de l'émetteur¹⁴³⁶. On observera à cet égard qu'en vertu de l'article 221-1 du règlement général de l'AMF, les dispositions du titre II du livre II de ce règlement relatives à l'information réglementée, c'est-à-dire à l'information périodique et à l'information permanente relative aux informations privilégiées, sont également applicables aux dirigeants¹⁴³⁷, ce qui signifie qu'ils sont tenus personnellement des mêmes obligations que l'émetteur à cet égard. Deuxièmement, à raison d'obligations d'information relatives à l'activité de l'émetteur auxquelles les dirigeants sont tenus à titre personnel ; il s'agit de l'obligation pour les dirigeants de diffuser une information privilégiée en cas de communication de ladite information à un tiers et de la déclaration des personnes physiques qui assument la responsabilité des rapports financiers. Troisièmement, à raison des obligations d'information dues par les dirigeants dans le cadre de leur activité personnelle d'investisseur ; il s'agit notamment de l'obligation de déclaration des transactions (due en raison de leur qualité de dirigeant) ou des diverses obligations d'information dues plus généralement par l'ensemble des investisseurs (en matière de franchissement de seuils notamment). Seule la première catégorie, couvrant les fautes éventuellement commises par les dirigeants en tant que représentants de l'émetteur dans le cadre de sa communication financière, nous intéressera véritablement ici.

581 - **Les fautes commises par les dirigeants sociaux en tant que représentants de l'émetteur en matière de communication financière.** Les fautes commises par les dirigeants sociaux, en tant que représentants de l'émetteur, dans le domaine de la communication financière caractérisent sans nul doute un fait générateur de responsabilité légalement prévu **(a)**. L'on notera en outre un assouplissement de la responsabilité des administrateurs, qui joue notamment en matière de communication financière **(b)**.

a - La caractérisation d'un fait générateur de responsabilité

¹⁴³⁶ On relèvera d'ailleurs que les dirigeants peuvent également, dans ce cas, être déclarés pénalement responsables du délit de publication ou présentation de comptes sociaux annuels infidèles (C. com., art. L. 242-6, 2°). Cf. *supra*.

¹⁴³⁷ RG AMF, art. 221-1 : « (...) Les dispositions du présent titre sont également applicables aux dirigeants de l'émetteur, de l'entité ou de la personne morale concernés ».

582 - **La caractérisation d'un fait générateur de responsabilité.** Il s'agit de déterminer si les fautes commises par les dirigeants sociaux en tant que représentants de l'émetteur en matière de communication financière peuvent entrer dans une des trois catégories de fait générateur permettant de mettre en cause la responsabilité civile des dirigeants sociaux : violation des statuts, infraction aux dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes ou faute de gestion. Précisons d'emblée que les sociétés cotées ne reprennent généralement pas dans leurs statuts les diverses obligations d'information auxquelles elles sont tenues de sorte que la faute éventuelle des dirigeants en matière de communication financière ne pourra être fondée sur une violation statutaire¹⁴³⁸. Elle pourra l'être en revanche sans difficulté sur le fondement d'une infraction aux dispositions législatives et réglementaires (i), voire sur celui d'une faute de gestion (ii).

i - Infraction aux dispositions législatives et réglementaires

583 - **La caractérisation d'une infraction aux dispositions législatives et réglementaires.** Les fautes commises par les dirigeants sociaux dans le cadre de la communication financière de l'émetteur trouvent naturellement leur place dans le premier type de fait générateur envisagé par la loi, les infractions aux dispositions législatives et réglementaires. En effet, toutes les règles impératives mises à la charge des sociétés cotées – notamment l'obligation négative de ne pas diffuser d'informations fausses ou trompeuses sous peine de sanction pénale ou administrative ainsi que toutes les obligations positives d'information – trouvent leur source dans des dispositions législatives ou réglementaires applicables aux sociétés anonymes, du moins à celles qui sont cotées. Il en résulte donc que les fautes commises par les dirigeants en matière de communication financière devraient pouvoir sans difficulté, pour la plupart, être sanctionnées sur ce fondement. On observera toutefois que la faute du dirigeant social qui commet un simple écart de conduite par rapport au comportement d'un dirigeant prudent, diligent et actif, mais en dehors de toute violation d'une obligation légale ou réglementaire ne pourra, par définition, entrer dans cette catégorie. Elle pourrait en revanche constituer une faute de gestion.

¹⁴³⁸ V. N. Spitz, *op. cit.*, n° 298.

ii - Faute de gestion

584 - **L'existence possible d'une faute de gestion.** Si les fautes de gestion donnent lieu à une jurisprudence abondante¹⁴³⁹, leur définition est bien moins fixée. Pour la doctrine, il s'agirait d'un écart de conduite par rapport au comportement qu'aurait dû avoir un dirigeant prudent, diligent et avisé dans des circonstances identiques¹⁴⁴⁰, ou encore, d'un acte pris en contrariété avec l'intérêt social¹⁴⁴¹. Il peut s'agir aussi bien d'une faute intentionnelle que d'une faute d'imprudence ou de négligence. On note la parenté avec la notion de bon père de famille du droit de la responsabilité civile, et donc la montée de la morale, l'émergence d'une déontologie du dirigeant, qui irait au-delà des prescriptions légales¹⁴⁴². Il en résulte que le comportement du dirigeant social qui, délibérément ou par négligence, diffuse des informations fausses ou trompeuses sur l'émetteur ou sur le titre ou bien qui s'abstient de satisfaire aux obligations d'information à la charge de l'émetteur, peut être considéré comme s'écartant de celui qu'aurait eu un dirigeant prudent, diligent et avisé dans les mêmes circonstances ou comme un acte contraire à l'intérêt social.

La jurisprudence a d'ailleurs eu l'occasion de confirmer cette interprétation. Ainsi, dans l'affaire *Marionnaud*, le Tribunal de commerce de Créteil a estimé que les dirigeants avaient, de par les informations manifestement erronées et trompeuses communiquées aux investisseurs, commis à la fois une violation manifeste des dispositions légales et une faute de gestion au sens de l'article L. 225-251 du Code de commerce pour condamner ceux-ci à

¹⁴³⁹ V. par exemple *L'expert face à la faute de gestion*, colloque du 6 mai 1999 à la Cour de cassation, RJ com., n° spécial, sept. 2000.

¹⁴⁴⁰ G. Ripert et R. Roblot, *Traité de droit commercial*, t. 1, vol. 2, *Les sociétés commerciales*, par M. Germain et V. Magnier, LGDJ, 2014, 21^e éd., n° 2314 ; P. et Ph. Didier, *Droit commercial*, t. 2, *Les sociétés commerciales*, Economica, coll. CorpusDroitPrivé, 2011, n° 279 et s. ; J.-C. Pagnucco, *L'action sociale ut singuli et ut universi en droit des groupements*, préf. F. Deboissy, Fondation Varenne, LGDJ, coll. Collection des Thèses, n° 4, 2006, spéc. n° 643 et s. V. également Ph. Bissara, *Corporate governance, loi NRE et redéfinition de la faute civile des dirigeants : le point de vue du dirigeant d'entreprise*, in *La responsabilité civile des dirigeants*, Rev. sociétés, 2003, p. 210 ; Ch. Freyria, *Libres propos sur la responsabilité civile de la gestion d'une entreprise*, in *Mélanges dédiés à Louis Boyer*, Presses de l'Université des sciences sociales de Toulouse, 1996, p. 179, spéc. n° 9.

¹⁴⁴¹ M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *Droit des sociétés*, LexisNexis, coll. Manuel, 2015, 28^e éd., n° 298 et 330.

¹⁴⁴² V. P. Bézard, in *L'expert face à la faute de gestion*, colloque du 6 mai 1999 à la Cour de cassation, RJ com., n° spécial, sept. 2000, p. 83, à propos de la faute de gestion : « un certain nombre de dirigeants se considèrent comme tranquilles parce qu'ils ont respecté la règle formelle, comme un non croyant irait à la messe et ferait tous les gestes qui s'imposent ; mais en réalité l'essentiel qui est derrière et qui sous-tend ces textes n'est pas forcément respecté. Or le juge, l'expert maintenant, va à la recherche de ces éléments essentiels : loyauté, transparence, respect de l'égalité. C'est un point important et qui rapproche les législations de droit écrit et de Common Law. Dans le même temps où la réglementation anglaise, pour tenir compte des directives européennes, est en train de construire un droit écrit ; et bien nous, nous allons par delà notre droit écrit vers des réalités de déontologie ».

garantir la société émettrice des condamnations mises à sa charge¹⁴⁴³. Comme nous l'avons dit, la faute de gestion présente, en outre, l'avantage de pouvoir être caractérisée par le juge, quand bien même il n'y aurait pas de manquement à une disposition législative ou réglementaire. Ainsi, dans l'affaire *SA Lehning Laboratoires*, dans laquelle un actionnaire minoritaire avait tenté en vain en première instance d'engager la responsabilité des administrateurs et du président du conseil d'administration pour avoir recommandé à l'ensemble des associés de participer à une offre d'achat privée à un prix qu'il estimait défavorable, la Cour d'appel de Versailles a pu entrer en voie de condamnation en considérant que la diffusion par les dirigeants de cette information sur le caractère avantageux ou non d'une offre d'achat constituait bien un acte de gestion de la société, et ce alors même qu'aucune obligation de conseil ne leur incombait à cet égard¹⁴⁴⁴. Cette décision illustre la parenté, précédemment évoquée, avec la notion de bon père de famille du droit de la responsabilité civile.

b - Assouplissement de la responsabilité des administrateurs

585 - **Assouplissement de la responsabilité des administrateurs.** La responsabilité des administrateurs n'est pas une responsabilité collective, en ce que la responsabilité civile ne pèse pas sur le conseil d'administration, organe collectif dépourvu de personnalité morale, mais sur chacun de ses membres pour sa faute individuelle. L'on notera toutefois un assouplissement important dans la mise en cause de leur responsabilité par l'instauration d'une présomption réfragable de faute individuelle en cas de faute de l'organe collectif. Ainsi, à l'occasion de l'affaire du *Crédit Martiniquais*, dans laquelle une cour d'appel avait fait droit à la demande d'un créancier ayant engagé la responsabilité individuelle des administrateurs en reprochant au conseil d'administration d'avoir arrêté les comptes alors que des provisions d'un montant important n'avaient à tort pas été constituées, la chambre commerciale de la

¹⁴⁴³ T. com. Créteil, 2^e ch., 19 janv. 2010, n° 2005F00978, Marionnaud Parfumeries, spéc. p. 38. Cf. *supra*.

¹⁴⁴⁴ CA Versailles, 13^e ch., 17 janv. 2002, n° 00/07792, SA Lehning Laboratoires, JurisData n° 2002-179289 : Bull. Joly Sociétés, 2002, n° 4, p. 515, § 111, note critique J.-F. Barbière ; LPA, 26 juin 2003, n° 127, p. 8, note V. Mercier ; Dr. et patr., 2002, n° 104, p. 96, note critique D. Poracchia ; RJDA, 4/2002, p. 338, n° 398. En première instance, le Tribunal de commerce de Nanterre avait estimé au contraire que « la recommandation faite par les administrateurs et le président de l'I.F.P. aux actionnaires minoritaires ne peut être qualifiée de faute de gestion, une telle notion ne pouvant se rapporter qu'à la gestion de la société I.F.P. qu'ils représentent et non aux intérêts patrimoniaux des actionnaires » (T. com. Nanterre, 6 oct. 2000, SA Lehning Laboratoires : JCP E, 2001, p. 619, note critique A. Couret).

Cour de cassation a, le 30 mars 2010, rejeté le pourvoi au motif que « *commet une faute individuelle chacun des membres du conseil d'administration ou du directoire d'une société anonyme qui, par son action ou son abstention, participe à la prise d'une décision fautive de cet organe, sauf à démontrer qu'il s'est comporté en administrateur prudent et diligent, notamment en s'opposant à cette décision* »¹⁴⁴⁵. Il en résulte que la jurisprudence, sans toutefois poser de principe de responsabilité collective, est venue édicter une présomption selon laquelle la faute individuelle de chaque administrateur se déduit de sa participation à la décision fautive soit par action, soit par abstention¹⁴⁴⁶. La preuve directe de la faute individuelle n'est donc plus exigée, mais la présomption reste simple : l'administrateur pourra démontrer qu'il s'est comporté en administrateur prudent et diligent, notamment en s'opposant à la décision. En pratique, la preuve de cette opposition ne sera toutefois pas toujours aisée à rapporter.

Cette jurisprudence trouve notamment un terrain d'élection en matière d'information financière¹⁴⁴⁷. Ainsi, dans l'affaire *Gaudriot*, la Cour de cassation approuve la Cour d'appel de Limoges d'avoir retenu la responsabilité des administrateurs au motif que « *l'arrêt retient, par motifs propres et adoptés, que l'absence de sincérité des comptes, liée à l'adoption d'une méthode inadaptée dès le départ à la nature de l'activité de la société et étendue aux nombreuses entreprises rachetées chaque année, ne pouvait échapper au principal dirigeant, ni aux administrateurs avertis (MM. X..., Z... et la société EPF Partners), dont l'attention avait été attirée par les commissaires aux comptes sur le problème essentiel de la valorisation des encours ; qu'il relève que, conscients de l'absence de fiabilité des comptes présentés, M. Y... et les administrateurs de la société ont délibérément retenu les informations qui auraient été susceptibles de remettre en cause l'image de la société telle qu'elle se présentait au*

¹⁴⁴⁵ Cass. com. 30 mars 2010, n° 08-17.841, Crédit Martiniquais, JurisData n° 2010-002958 : D., 2010, p. 1110, chron. M.-L. Bélaval, I. Orsini et R. Salomon ; JCP E, 2010, p. 1416, note A. Couret ; D., 2010, p. 1678, note B. Dondero ; D., 2010, p. 2797, chron. J.-C. Hallouin ; RTD com., 2010, p. 377, obs. P. Le Cannu et B. Dondero ; Rev. sociétés, 2010, p. 304, note P. Le Cannu ; D., 2010, p. 960, obs. A. Lienhard ; RJ com., 2010, p. 263, note H. Monsérié-Bon ; Bull. Joly Sociétés, 2010, p. 533, § 108, note R. Raffray ; Dr. sociétés, 2010, comm. 117, note M. Roussille ; Banque et droit, mai-juin 2010, p. 45, obs. M. Storck.

¹⁴⁴⁶ Pour J.-C. Hallouin, note sous Cass. com. 30 mars 2010, D., 2010, p. 2797, la notion qui sous-tend cette présomption est celle d'acte juridique collectif que constitue la décision du conseil d'administration.

¹⁴⁴⁷ Sur la responsabilité des administrateurs en matière d'information financière, v. notamment D. Martin et O.-T. Tieu, *Rôle et responsabilité du conseil d'administration en matière d'information financière*, JCP G, 2009, I, 122, n° 10, p. 20 ; des mêmes auteurs, *La responsabilité civile des administrateurs de sociétés. Évolutions jurisprudentielles*, JCP G, 2010, n° 26, p. 1363. V. auparavant et plus généralement, D. Schmidt, *La responsabilité des membres du conseil d'administration*, Dr. et patr., mai 1995, p. 46 ; du même auteur, *La responsabilité du conseil d'administration du fait de ses actes de gestion*, Cah. dr. entr., 1995, n° 4, p. 14.

regard des comptes communiqués ; qu'il ajoute que s'il est vrai que M. Y... est seul à l'origine des communiqués de presse tronqués, les administrateurs qui doivent débattre de toutes difficultés portées à leur connaissance, ce qui était le cas des réserves des commissaires aux comptes, ne sauraient arguer de ce qu'ils n'avaient pas connaissance du caractère trompeur tant des comptes que des communiqués ; que la cour d'appel a ainsi procédé à la recherche prétendument omise ; que le moyen n'est pas fondé »¹⁴⁴⁸. Ainsi, les juges reprochent aux administrateurs de ne pas avoir débattu et de ne pas s'être opposés aux méthodes comptables employées dont ils ne pouvaient pourtant ignorer le caractère inadapté, et les tiennent donc responsables de la diffusion de fausses informations, même s'ils n'ont pas participé personnellement à cette diffusion¹⁴⁴⁹. Ces deux arrêts s'inscrivent en tout cas dans un contexte de sévérité croissante, relevé par la doctrine¹⁴⁵⁰, envers les administrateurs¹⁴⁵¹, et plus généralement d'assouplissement des conditions de mise en cause de la responsabilité civile des dirigeants sociaux.

586 - Synthèse. Il en résulte que les fautes commises par les dirigeants sociaux en matière de communication financière devraient généralement être de nature à engager leur responsabilité civile, soit sur le fondement de l'infraction aux dispositions législatives ou réglementaires, soit sur celui de la faute de gestion¹⁴⁵². La jurisprudence a en outre assoupli le régime de responsabilité des administrateurs, notamment en matière de communication financière. La théorie prétorienne de la faute séparable constituera un obstacle plus sérieux à la mise en cause des dirigeants sociaux, mais certainement pas dirimant au regard de l'évolution jurisprudentielle récente, en matière de communication financière.

¹⁴⁴⁸ Cass. com. 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, Gaudriot, préc.

¹⁴⁴⁹ V. notamment S. Schiller, note sous Cass. com. 9 mars 2010, JCP E, 2010, n° 20, 1483, mettant en évidence la sévérité de la solution par rapport à la jurisprudence habituelle se contentant de retenir la responsabilité des administrateurs pour leur absentéisme ou indifférence à la marche des affaires : « dans cet arrêt, la Cour de cassation va plus loin. Alors qu'ils étaient a priori présents, elle leur reproche de ne pas avoir décidé le changement de méthode comptable et de ne pas avoir réagi face aux communiqués dont ils connaissaient le caractère mensonger ».

¹⁴⁵⁰ V. notamment D. Schmidt, *L'imputation des manquements aux règles de l'Autorité des marchés financiers*, Revue Juridique de l'Economie Publique, 2009, étude 5.

¹⁴⁵¹ V. notamment, en matière administrative, CJCE, 1^{re} ch., 5 juill. 2007, C-430/05, Bull. Joly Bourse, 2008, p. 156, § 17, ayant considéré que l'article 21 de la directive n° 2001/34/CE permet d'imputer des informations inexactes ou trompeuses contenues dans un prospectus aux membres du conseil d'administration « indépendamment du point de savoir si ces derniers ont été désignés comme responsables dans ledit prospectus ».

¹⁴⁵² V., en ce sens, N. Spitz, *op. cit.*, n° 300.

B - La faible limitation résultant de la restriction prétorienne

587 - **La faible limitation par la jurisprudence de la responsabilité des dirigeants sociaux en matière de communication financière.** La jurisprudence civile a ajouté, au niveau du fait générateur, une condition à la mise en cause par les tiers de la responsabilité civile des dirigeants d'une société : que la faute soit une « *faute séparable des fonctions* ». Il convient, après avoir exposé la théorie de la faute séparable des fonctions (1), de l'appliquer à la communication financière afin de démontrer en quoi elle ne constitue plus aujourd'hui qu'un obstacle faible à la responsabilité des dirigeants sociaux devant le juge civil (2).

1 - La théorie de la faute séparable

588 - **La théorie de la faute séparable.** La faute séparable¹⁴⁵³ est une création prétorienne (a), dont il convient de préciser la définition, celle-ci ayant suscité d'importantes difficultés (b), ainsi que le champ d'application (c).

a - Une création prétorienne

589 - **La prise en compte par la jurisprudence de la théorie de la personnalité morale.** Comme on l'a vu, en matière de responsabilité civile, le législateur ne fait aucun cas de l'interposition de la personne morale entre dirigeants et tiers puisqu'il retient la responsabilité des premiers envers les seconds, certes en définissant de manière limitative les faits générateurs envisageables (infraction aux dispositions législatives ou réglementaires, violation de statuts ou faute de gestion), mais sans restreindre davantage cette responsabilité pour des raisons tenant à l'existence d'une personne morale. La même disposition s'applique d'ailleurs à la responsabilité des dirigeants envers les tiers et à celle envers la société : c'est dire à quel

¹⁴⁵³ Sur la théorie de la faute séparable, v. de manière générale, M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 307 et s. ; G. Ripert et R. Roblot, *Traité de droit commercial*, t. 1, vol. 2, *Les sociétés commerciales*, par M. Germain et V. Magnier, LGDJ, 2014, 21^e éd., n° 2317 ; P. et Ph. Didier, *Droit commercial*, t. 2, *Les sociétés commerciales*, Economica, coll. CorpusDroitPrivé, 2011, n° 322 ; P. Le Cannu et B. Dondero, *Droit des sociétés*, LGDJ-Lextenso éd., coll. Domat droit privé, 2014, 6e éd., n° 477 ; Ph. Merle et A. Fauchon, *Droit commercial : sociétés commerciales*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2016, 19e éd., n° 493 ; M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 196 et s. ; S. Messaï-Bahri, *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, préf. P. Le Cannu, IRJS éd., coll. Bibliothèque de l'Institut André Tunc, t. 18, 2009, n° 439 et s.

point, pour le législateur, société et tiers se trouvent, au regard de la responsabilité civile, dans la même situation vis-à-vis des dirigeants.

Pourtant, en application même de la théorie de la personnalité morale et du droit de la responsabilité civile, c'est la société qui agit, certes par le truchement de ses dirigeants, et devrait par conséquent être tenue pour responsable des actes commis en son nom et pour son compte par lesdits dirigeants à l'égard des tiers. Et ce sur le fondement de l'article 1382 du Code civil lui-même puisqu'il s'agit d'une responsabilité du fait personnel et non du fait d'autrui, dès lors que « *le dirigeant, en tant qu'organe de la société, n'est que l'incarnation de cette dernière* »¹⁴⁵⁴. C'est à partir de ce raisonnement que la jurisprudence civile¹⁴⁵⁵, s'agissant de la responsabilité civile des dirigeants envers les tiers, a encore restreint le fait générateur de responsabilité par l'exigence *ultra legem*¹⁴⁵⁶ d'une condition supplémentaire. En effet, après avoir dans un premier temps retenu strictement la responsabilité des dirigeants envers les tiers, la jurisprudence a admis progressivement, depuis une trentaine d'années, qu'un dirigeant n'est personnellement responsable envers les tiers que des actes qui peuvent être séparés de ses fonctions¹⁴⁵⁷. La Cour de cassation rappelle d'ailleurs régulièrement cette exigence, à laquelle les cours d'appel ont encore tendance à résister¹⁴⁵⁸.

En d'autres termes, selon la théorie de la faute séparable, la société est seule responsable des actes accomplis par le dirigeant en représentation de cette dernière, sauf dans la circonstance exceptionnelle où la faute pourrait être considérée comme séparable ou détachable des fonctions ; la responsabilité des dirigeants sociaux n'est alors plus perçue que comme résiduelle. Conceptuellement, la doctrine a d'ailleurs analysé avec finesse la théorie de la

¹⁴⁵⁴ A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 491.

¹⁴⁵⁵ Sur le refus d'appliquer la théorie de la faute séparable par les juridictions pénales, cf. *infra*.

¹⁴⁵⁶ D. Vidal, *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, Cah. dr. entr., 2001, n° 3, p. 16, spéc. p. 18. *Contra* C. Ducouloux-Favard pour laquelle il ne s'agirait pas d'un ajout mais d'une conséquence de la consécration par la loi du 24 juillet 1966 de la théorie de l'institution dans les sociétés de capitaux (C. Ducouloux-Favard, *La règle de la faute séparable des fonctions de gestion des sociétés de capitaux est dans la loi*, Dr. sociétés, oct. 2007, p. 7).

¹⁴⁵⁷ Pour un historique détaillé de cette création prétorienne, v. Ch. Freyria, *Libres propos sur la responsabilité civile de la gestion d'une entreprise*, in *Mélanges dédiés à Louis Boyer*, Presses de l'Université des sciences sociales de Toulouse, 1996, p. 179, spéc. n° 10 ; J.-F. Barbiéri, *Responsabilité de la personne morale ou responsabilité de ses dirigeants ? La responsabilité personnelle à la dérive*, in *Aspects actuels du droit des affaires : mélanges en l'honneur de Yves Guyon*, Dalloz, 2003, p. 41, spéc. n° 2 et 3, p. 42 à 44 ; M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 198 et s.

¹⁴⁵⁸ V. M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 307, citant en dernier lieu Cass. com. 23 nov. 2010, n°09-15339 (Bull. Joly Sociétés, 2011, § 109, p. 186, note J. Couard), dans laquelle la Cour de cassation a opéré une cassation pour manque de base légale d'une décision d'appel qui avait tenu pour civilement responsable un dirigeant social ayant, par sa négligence, facilité des détournements de fonds opérés par le chef comptable de la société, sans avoir recherché s'il avait commis une faute séparable de ses fonctions sociales.

faute séparable en observant que la jurisprudence avait opéré, ce faisant, une distinction entre le rattachement matériel et le rattachement intellectuel de l'acte¹⁴⁵⁹. En d'autres termes, si l'acte détachable n'est pas étranger aux fonctions, « *lesquelles, bien au contraire, en fournissent le contexte, l'occasion ou les moyens* »¹⁴⁶⁰, et peut ainsi être rattaché matériellement aux fonctions¹⁴⁶¹ - à défaut de lien matériel, l'acte doit être considéré comme purement et simplement « *détaché* » des fonctions et la question de la responsabilité civile de la société ne se pose par principe pas¹⁴⁶² -, il est intellectuellement détachable de celles-ci car il ne peut s'inscrire dans leur exercice normal¹⁴⁶³. La jurisprudence s'est inspirée à cet égard de la distinction opérée par le droit administratif entre la faute de service, qui n'engage que la responsabilité de l'administration, et la faute personnelle, détachable des fonctions qui, seule, permet la mise en cause de l'agent¹⁴⁶⁴. On observera également que cette création prétorienne conduit à un allègement de la responsabilité civile des personnes physiques et corrélativement à une inflation de celle des personnes morales, dans un mouvement plus général que l'on constate dans d'autres domaines du droit¹⁴⁶⁵.

b - La définition de la faute séparable

590 - La notion de faute séparable. Si la doctrine a généralement approuvé l'idée sous-tendant la théorie de la faute séparable, elle a en revanche critiqué la jurisprudence pour n'avoir donné aucune définition de cette nouvelle notion, de sorte que l'adoption de la théorie a d'abord

¹⁴⁵⁹ V. D. Vidal, *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, Cah. dr. entr., 2001, n° 3, p. 16, spéc. p. 19.

¹⁴⁶⁰ *Ibid.*

¹⁴⁶¹ Le lien matériel peut consister notamment dans l'utilisation des moyens de l'entreprise ou de la qualité de dirigeant social ou en ce que le lieu de commission de la faute est l'entreprise (*ibid.*).

¹⁴⁶² *Ibid.*

¹⁴⁶³ *Ibid.*

¹⁴⁶⁴ La distinction a été mise à jour dans le célèbre arrêt Tribunal des conflits, Pelletier, 30 juill. 1873, 1^{er} suppl., p. 117, concl. David : D., 1874.3.5, concl., consacrant l'irresponsabilité personnelle de l'agent public auteur d'une faute de service. Pour plus de précisions sur ce point, cf. *infra*.

¹⁴⁶⁵ La responsabilité individuelle des personnes physiques tend à s'effacer derrière celle de la personne morale aussi bien en droit pénal avec l'instauration en 1994 de la responsabilité pénale des personnes morales par le nouveau Code pénal (C. pén., art. 121-2), qu'en droit de la responsabilité civile avec l'immunité consacrée au profit des préposés par l'arrêt *Costedoat* (Cass. ass. plén. 25 févr. 2000, n° 97-17.378, Costedoat, cf. *infra*) et l'avènement d'un principe général de responsabilité du fait d'autrui par l'arrêt *Consorts Blickeck* (Cass. ass. plén., 29 mars 1991, Consorts Blickeck : D., 1991, somm., p. 324, n° 17, obs. J.-L. Aubert ; RFDA, 1991, p. 991, obs. P. Bon ; RJDA, juill. 1991, p. 487, note M. Béhar-Touchais ; JCP, 1991, II, 21673, concl. Dontenville, note J. Ghestin ; Resp. civ. et assur., 1991, chron. n° 9, H. Groutel ; RTD civ., 1991, p. 541, obs. P. Jourdain ; D., 1991, p. 324, note C. Larroumet ; D., 1991, p. 157, chron. G. Viney).

conduit à une quasi-immunité des dirigeants sociaux¹⁴⁶⁶, à un point tel que la faute séparable a pu être qualifiée d'« *introuvable* »¹⁴⁶⁷. Face à ces reproches, la jurisprudence s'est décidée à intervenir en 2003 pour donner une définition que l'on peut qualifier de « *générale* » de la faute séparable (i). Elle a par ailleurs précisé, plus particulièrement, la définition de la faute séparable en cas de faute pénale (ii).

i - La définition générale de la faute séparable

591 - **L'intervention jurisprudentielle.** Ce n'est que par l'arrêt de principe dit « *Seusse* » du 20 mai 2003¹⁴⁶⁸ que la chambre commerciale de la Cour de cassation est venue apporter d'importantes précisions sur ce qu'il fallait entendre par « *faute séparable* », dans une espèce dans laquelle la gérante avait volontairement trompé un fournisseur sur la solvabilité de la société en lui cédant deux créances pourtant déjà cédées à une banque. Après avoir rappelé que la responsabilité personnelle du dirigeant à l'égard d'un tiers ne pouvait être retenue que s'il avait commis une faute séparable de ses fonctions, elle a en effet ajouté qu'il en était ainsi « *lorsque le dirigeant commet intentionnellement une faute d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales* ». Par cette précision, la Cour suprême rappelait opportunément aux juridictions du fond que l'exigence d'une faute séparable ne devait pas conduire à une totale irresponsabilité des dirigeants sociaux, et donnait par ailleurs une première définition de la faute séparable.

¹⁴⁶⁶ V. notamment Y. Reinhard et B. Petit, *La responsabilité civile des dirigeants*, RTD com., 1997, p. 282 ; G. Auzero, *L'application de la notion de faute personnelle détachable des fonctions en droit privé*, D. aff., 1998, p. 502 ; V. Wester-Ouisse, *Critique d'une notion imprécise : la faute du dirigeant de société détachable des fonctions*, D. aff., 1999, p. 782.

¹⁴⁶⁷ D. Ohl, note sous Cass. com. 28 avr. 1998, JCP, 1998, II, 10177, p. 1921. Adde M. Laugier, *L'introuvable responsabilité du dirigeant social envers les tiers pour fautes de gestion*, Bull. Joly Sociétés, 2003, § 261.

¹⁴⁶⁸ Cass. com. 20 mai 2003, n° 99-17.092, *Seusse*, Bull. civ. IV, n° 84, p. 94 : Rev. sociétés, 2003, p. 479, note J.-F. Barbière ; JCP E, p. 1203, n° 2, obs. J.J. Caussain, F. Deboissy et G. Wicker ; RTD com., 2003, p. 523, obs. J.-P. Chazal et Y. Reinhard, et p. 741, obs. C. Champaud et D. Danet ; D., 2003, Jurispr., p. 2623, note B. Dondero ; Bull. Lamy Sociétés commerciales, sept. 2003, p. 1, note I. Grossi ; JCP E, 2003, n° 40, p. 1398, comm. S. Hadji-Artinian ; D., 2004, n° 4, somm., p. 266, obs. J.-C. Hallouin ; Defrénois, 2004, art. 37969, p. 898, note J. Honorat ; RTD civ., 2003, p. 509, obs. P. Jourdain ; Bull. Joly Sociétés, 2003, n° 7, p. 786, § 167, note H. Le Nabasque ; D. aff., 2003, AJ, p. 1502, obs. A. Lienhard ; Defrénois, 2003, art. 37801, p. 1067, note M.-H. Maleville-Costedoat ; LPA, 7 nov. 2003, n° 223, note S. Messai ; Dr. sociétés, 2003, comm. n° 148, obs. J. Monnet ; Dr. et patr., nov. 2003, n° 120, p. 91, note D. Poracchia ; JCP G, 2003, II, 10178, note S. Reifergeste ; Banque et droit, sept.-oct. 2003, p. 64, obs. M. Storck ; JCP G, 2004, I, 101, spéc. n° 21, obs. G. Viney ; RJDA 2003/8-9, p. 747, n° 842, et p. 717, avis de Viricelle. La 1^{re} chambre civile a retenu une formulation identique (Cass. 1^{re} civ. 16 nov 2004 : Bull. Joly Sociétés, 2005, p. 370, note B. Dondero).

La doctrine a toutefois été divisée dans l'interprétation de la solution : certains considéraient que cette précision venait définir, de manière générale, la notion de faute séparable, alors que d'autres y voyaient une catégorie de faute séparable parmi d'autres en se fondant notamment sur l'utilisation de la locution « *il en est ainsi* ». En d'autres termes, la question était de savoir s'il s'agissait d'une définition de genre ou d'espèce : la Cour suprême avait-elle voulu définir le genre de la faute séparable ou bien une espèce de faute séparable ? Il apparaissait désormais clair en tout cas qu'une faute séparable pouvait être commise dans la limite des attributions, c'est-à-dire en l'absence de tout excès de pouvoirs, en ce qu'elle était intrinsèquement incompatible avec l'exercice normal desdites fonctions du fait de son caractère intentionnel et de sa particulière gravité. La chambre commerciale de la Cour de cassation l'a d'ailleurs confirmé en date du 10 février 2009 en indiquant que la définition donnée dans l'arrêt *Seusse* s'appliquait même aux dirigeants « *agissant dans les limites de leurs attributions* »¹⁴⁶⁹.

592 - **Appréciation.** Il nous semble, en tout état de cause, qu'en dehors des cas particuliers dans lesquels le dirigeant soit recherché un intérêt personnel¹⁴⁷⁰ soit dépasse ses pouvoirs¹⁴⁷¹, la formulation énoncée dans l'arrêt *Seusse* définit, de manière générale, la notion de faute séparable des fonctions. Il nous semble également qu'au sein de cette définition, le troisième élément, le caractère incompatible avec l'exercice des fonctions, n'exige pas de preuve particulière en ce qu'il se déduit naturellement des deux premiers, à savoir que la faute a été commise intentionnellement et qu'elle est d'une particulière gravité. La faute séparable

¹⁴⁶⁹ Cass. com. 10 févr. 2009, n° 07-20.445, Bull. civ. IV, n° 21, Société de gestion Pierre Cardin c/ Société MMS International : Bull. Joly Sociétés, p. 499, § 99, note S. Messaï-Bahri ; D., 2009, p. 559, obs. A. Lienhard ; D., 2009, p. 1240, chron. M.-L. Béval et R. Salomon ; JCP E, 2009, n° 24, p. 1602, note B. Dondero ; Rev. sociétés, 2009, p. 328, note J.-F. Barbiéri ; RTD civ., 2009, p. 537, obs. P. Jourdain ; D., 2010, p. 287, obs. J.-C. Hallouin, E. Lamazerolles et A. Rabreau. Dans cet arrêt, la Cour de cassation a d'ailleurs également précisé que l'approbation par l'assemblée générale des décisions litigieuses, comme tel était le cas en l'espèce, ne suffisait pas à leur ôter leur caractère de faute séparable. *Adde* Cass. com. 18 juin 2013, n° 12-17.195, Société Etoiles de Nuit c/ David, JurisData n° 2013-012523, considérant également que des fautes séparables peuvent être commises dans la limite des attributions : Dr. sociétés, 2013, n° 11, comm. 184, obs. D. Gallois-Cochet.

¹⁴⁷⁰ On pourrait en outre faire valoir que la recherche d'un intérêt personnel constitue *per se* une faute commise intentionnellement, d'une particulière gravité et incompatible avec l'exercice des fonctions sociales.

¹⁴⁷¹ Pour P.-G. Marly, *La faute dans l'assurance de responsabilité des dirigeants*, JCP E, 2006, n° 12, 1490, n° 14, coexisteraient ainsi désormais deux types de faute séparable : classiquement, les excès ou dépassements de pouvoirs ; et nouvellement, depuis l'arrêt *Seusse*, les fautes commises intentionnellement d'une particulière gravité incompatibles avec l'exercice normal des fonctions sociales, qui se situeraient, elles, dans la limite des pouvoirs. V. également, en ce sens, H. Le Nabasque, note sous Cass. com. 20 mai 2003, Bull. Joly Sociétés, 2003, p. 786. On notera toutefois que la Cour de cassation a pu considérer que le dirigeant d'une société anonyme, qui consent un cautionnement au nom de la société au profit d'un tiers sans avoir obtenu l'autorisation préalable du conseil d'administration en application de l'article L. 225-35 alinéa 4 du Code de commerce, ne commet pas une faute séparable des fonctions (Cass. com. 20 oct. 1998 : Bull. Joly Sociétés, 1999, p. 88, note J.-F. Barbiéri ; Cass. com. 9 mai 2001 : Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 1020, note J.-F. Barbiéri). Le dépassement de pouvoirs ne constitue donc pas nécessairement, selon la jurisprudence, une faute séparable des fonctions.

devrait ainsi être définie comme celle qui serait incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales en raison de deux éléments : l'un subjectif, la commission intentionnelle de la faute et l'autre, plus objectif, sa particulière gravité¹⁴⁷².

Reste alors à définir ces deux éléments, tâche d'autant plus ardue qu'en matière de hiérarchie de la faute, le droit de la responsabilité civile souffre d'une imprécision terminologique¹⁴⁷³. S'agissant du premier, il soulève la question complexe de l'intentionnalité. Le droit de la responsabilité civile est pour l'essentiel indifférent au caractère intentionnel, et plus généralement à la gravité de la faute, étant donné que son objet premier est d'assurer l'indemnisation des préjudices et non la sanction des comportements coupables, de sorte qu'une faute même légère engage *a priori* la responsabilité de son auteur. Il est des domaines pourtant où la question retrouve son empire, en droit contractuel et en droit des assurances notamment ; et l'on suspecte, plus généralement, le juge d'être plus indulgent dans l'appréciation de la causalité et plus généreux dans l'attribution des dommages-intérêts en présence d'une faute grave ou intentionnelle.

La notion de faute intentionnelle est, en tout état de cause, particulièrement restrictive en droit de la responsabilité civile, en ce que l'intention n'est classiquement pas appréciée en fonction du comportement fautif, mais en fonction du dommage¹⁴⁷⁴. L'on opère ainsi, à partir de la formulation même retenue par les rédacteurs du Code civil¹⁴⁷⁵, la distinction suivante : d'un côté, les délits ou fautes intentionnelles¹⁴⁷⁶ prévus à l'article 1382 et caractérisés, quasi

¹⁴⁷² En ce sens, v. notamment M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 309 ; F.-X. Lucas, *La responsabilité civile des dirigeants d'entreprise*, RLDC, janv. 2004, p. 48 ; B. Le Bars, note sous Cass. com. 25 janv. 2005, Bull. Joly Sociétés, 2005, n° 5, p. 599, § 135. V. l'analyse particulière d'E. Nicolas, *La notion de faute séparable des fonctions des dirigeants sociaux à la lumière de la jurisprudence récente, Mutation, disparition ou simple besoin de changement de désignation ?*, Rev. sociétés, 2013, p. 535, proposant de substituer à la notion de faute séparable celle de « *faute personnelle d'une particulière anormalité* ».

¹⁴⁷³ V. notamment A. Bénabent, *op. cit.*, n° 554, sur le caractère imprécis des qualificatifs employés (faute intentionnelle, dolosive, inexcusable, lourde, grave, etc.) en matière de hiérarchie des fautes. *Adde* notamment G. Viney, *Remarques sur la distinction entre faute intentionnelle, faute inexcusable et faute lourde*, D., 1975, chron. 263 ; G. Brière de l'Isle, *La faute intentionnelle*, D., 1973, chron. 259 ; et, du même auteur, *La faute dolosive*, D., 1980, chron. 133.

¹⁴⁷⁴ V. J. Carbonnier, *op. cit.*, p. 2301, remarquant à propos du délit, la faute intentionnelle, et du quasi-délit, la faute non intentionnelle : « *dans les deux cas, il y a volonté. Mais dans le premier, quelque chose de plus : l'intention, la volonté tendue vers le résultat dommageable. L'intention est le rapport de volonté au dommage* ».

¹⁴⁷⁵ V. J. Carbonnier, *ibid.*

¹⁴⁷⁶ Encore appelées parfois « *fautes dolosives* ». Mais la doctrine n'est pas unanime sur ce point, préférant parfois réserver ce terme au domaine contractuel. V. ainsi Ph. Malinvaud, D. Fenouillet et M. Mekki, *op. cit.*, n° 621 et s., détaillant avec précision la qualification de la faute selon qu'elle intervient ou non dans le cadre du contrat : la faute intentionnelle est ainsi « *délit* » en matière extracontractuelle et « *dol ou faute dolosive* » en matière contractuelle – dol dans l'exécution du contrat et non pas dol dans la conclusion du contrat qui est une cause de nullité - ; la faute non intentionnelle est ainsi « *quasi-délit* » en matière extracontractuelle et « *faute* » en

unanimement, par l'intention de causer le dommage¹⁴⁷⁷ ; de l'autre, les quasi-délits prévus à l'article 1383 et qui recouvrent tous les autres comportements, c'est-à-dire ceux par lesquels on a causé le dommage non parce qu'on l'a voulu, mais du fait de sa négligence ou de son imprudence. Précisons encore les choses. Dans le premier cas, on a pu soit avoir l'intention de causer un dommage, c'est-à-dire l'intention de nuire par malice, malveillance ou méchanceté¹⁴⁷⁸ – c'est la faute la plus immorale - ; soit avoir simplement conscience de la certitude (et non de la seule probabilité ou éventualité¹⁴⁷⁹) de causer un dommage sans qu'on ait pourtant cherché particulièrement à nuire¹⁴⁸⁰ (par exemple, pour un artiste en annulant le spectacle auquel on s'était engagé¹⁴⁸¹). Dans le second cas, on a généralement voulu l'acte

matière contractuelle. Pour J. Carbonnier, *op. cit.*, p. 2301, la « *faute dolosive* » est la faute la plus immorale, celle où on a voulu « *le mal pour le mal* ».

¹⁴⁷⁷ V. notamment Ph. Brun, *op. cit.*, n° 313 et 314, observant que la faute intentionnelle n'est pas « *une faute volontaire quelconque, dans la mesure où la volonté présente ici n'est pas seulement la volonté de l'acte, mais une volonté orientée vers le résultat dommageable* » ; M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 172, indiquant que dans la faute intentionnelle ou dolosive, « *la volonté de l'agent doit porter non seulement sur l'acte illicite mais également sur ses conséquences dommageables* » ; M. Fabre-Magnan, *op. cit.*, p. 99, distinguant les actes volontaires et les actes intentionnels : « *un acte peut d'abord être volontaire lorsque son auteur l'a voulu, au sens où il a eu conscience de le commettre, même s'il n'en a pas perçu les conséquences possibles et même d'ailleurs si celles-ci étaient imprévisibles. Un acte peut également être intentionnel, ce qui signifie que l'auteur a non seulement voulu l'acte, mais également ses conséquences : s'agissant de responsabilité civile, cela signifie donc qu'il a voulu causer un dommage à autrui* » ; J. Flour, J.-L. Aubert et E. Savaux, *op. cit.*, n° 110, indiquant que la faute intentionnelle consiste dans « *la volonté non seulement de se comporter de telle manière, mais de causer le dommage. Agir – ou s'abstenir – intentionnellement, c'est le "faire exprès"* » ; H.L.J. Mazeaud et F. Chabas, *op. cit.*, n° 446, considérant la faute intentionnelle ou délictuelle caractérisée « *dès que l'auteur du dommage a su qu'en agissant il causerait ce dommage, même s'il n'a pas agi pour nuire à la victime* » ; Ph. Malaurie, L. Aynès et Ph. Stoffel-Munck, *op. cit.*, n° 57, pour lesquels « *la faute intentionnelle ou dolosive suppose la conscience et la volonté de causer le dommage. Elle recouvre, en fait, toute une gamme de situations plus ou moins graves. A l'extrême, elle s'identifie à l'intention de nuire (...). Dans la responsabilité contractuelle, elle existe dès qu'il y a inexécution délibérée de l'obligation, même sans intention de nuire* » ; Ph. Malinvaud, D. Fenouillet et M. Mekki, *op. cit.*, n° 621, selon lesquels « *en dehors de tout contrat, il y a faute intentionnelle ou délit lorsque l'auteur a accompli l'acte illicite avec l'intention de produire le dommage ; il a voulu non seulement l'acte, mais aussi son résultat (sinon, ce ne serait qu'un quasi-délit) : par exemple, le dénigrement des produits fabriqués par un concurrent* ».

¹⁴⁷⁸ V. J. Carbonnier, *op. cit.*, p. 2301.

¹⁴⁷⁹ Un débat a eu lieu sur ce point, particulièrement en droit des assurances. Cf. *infra*.

¹⁴⁸⁰ V. notamment F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 727, définissant la faute délictuelle ou intentionnelle (ou dolosive en matière contractuelle) : « *elle existe lorsque l'auteur du dommage a agi intentionnellement en vue de causer un préjudice à autrui et probablement aussi lorsqu'il a agi d'une manière qu'il savait devoir nuire à autrui* » ; Ph. Conte et P. Maistre du Chambon, *La responsabilité civile délictuelle*, PUG, coll. Le droit en plus, 1991, p. 45 : « *comme l'indique l'étymologie du terme "intention", la faute intentionnelle suppose la volonté de causer le dommage à autrui. Cette volonté peut correspondre au désir de nuire à la victime, comme c'est le cas, par exemple, en matière de diffamation. Mais elle est présente aussitôt que l'intéressé est conscient que, par son comportement, il va causer un dommage à autrui et que, cependant, il persiste dans son entreprise (...). La faute intentionnelle conduit par conséquent à envisager l'état d'esprit de l'auteur du dommage* ». Contra J. Carbonnier, *op. cit.*, p. 2301, se montrant plus exigeant en requérant une intention de nuire : « *le responsable a eu l'intention de nuire : non seulement il a prévu et accepté les conséquences dommageables de son acte, mais il les a recherchées. S'il n'avait pas voulu le mal, le mal ne se serait pas produit, et c'est bien pourquoi il en est responsable. Peu importe qu'il ait voulu le mal pour atteindre un intérêt personnel, ou le mal pour le mal, sans intérêt pour lui-même* », mais cette position apparaît aujourd'hui isolée en doctrine.

¹⁴⁸¹ Exemple emprunté à Ph. Conte et P. Maistre du Chambon, *La responsabilité civile délictuelle*, PUG, coll. Le droit en plus, 1991, p. 45.

dommageable, de sorte qu'une volonté est en principe toujours présente, mais pas le dommage - que l'on a causé uniquement par son imprudence ou sa négligence¹⁴⁸². Deux situations peuvent encore ici être distinguées : soit on a eu conscience de la probabilité ou de l'éventualité, mais non de la certitude, du dommage que ce comportement pouvait engendrer (c'est la notion, en droit pénal, de « *dol éventuel* »¹⁴⁸³) – c'est, parmi les quasi-délits, la faute la plus immorale - ; soit on a causé un dommage sans avoir eu aucune conscience de sa probabilité de survenance¹⁴⁸⁴.

Il nous semble, en définitive, que la notion d'intentionnalité, en droit de la responsabilité civile, est toute entière centrée sur l'intention du dommage, sans prendre davantage en considération la volonté de la faute. En effet, soit il y a conscience de causer un dommage, et l'on se situe dans le cadre de la faute intentionnelle ou du délit de l'article 1382 du code civil ; soit, il n'y a pas conscience de causer un dommage, et l'on se situe dans le cadre de la faute non intentionnelle ou du quasi-délit de l'article 1383 du Code civil. Dans cette dernière situation, si la doctrine civiliste considère que la volonté est encore généralement présente, c'est parce qu'elle prend en compte la volonté de l'acte en lui-même, mais pas la volonté de la faute, c'est-à-dire de ce qui est fautif dans l'acte. La volonté de la faute reste indifférente.

¹⁴⁸² V. notamment H.L.J. Mazeaud et F. Chabas, *op. cit.*, n° 448, considérant la faute non intentionnelle ou quasi-délictuelle caractérisée « *dès que l'auteur du dommage n'a pas agi, sachant qu'il causerait ce dommage ou qu'il violerait le contrat ; mais, s'il s'était conduit prudemment et diligemment, le dommage ne se serait pas réalisé* » ; plus précisément, J. Carbonnier, *op. cit.*, p. 2302, à propos de la faute non intentionnelle ou quasi-délit : « *une volonté y est impliquée, mais qui ne s'est pas portée sur le dommage. Elle s'est portée plus haut, plus ou moins en amont, dans la chaîne des faits qui ont abouti au dommage ; à ce moment-là, le défendeur aurait pu ne pas vouloir et, en ne voulant pas, empêcher le cours des événements de dériver vers le dommage. Le chasseur aurait pu mieux ajuster son tir, ou prendre davantage ses distances, ou, à la limite, s'il se savait maladroit, ne pas s'adonner à la chasse. A chacun de ces moments, un choix était ouvert, qui aurait pu détourner le cours des choses. Plus concrètement, la négligence est relâchement de l'attention, qu'une tension de l'esprit, effort de volonté, aurait pu combattre ; l'imprudence est témérité, qu'aurait pu inhiber la réflexion, autre effort de volonté. Que sa volonté n'ait pas choisi au carrefour où elle pouvait encore, c'est assez pour que le négligent ou l'imprudent soit responsable* » ; Ph. Malinvaud, D. Fenouillet et M. Mekki, *op. cit.*, n° 626, définissant la faute non intentionnelle comme « *la maladresse, l'imprudence ou la négligence ; la définition est la même, qu'il y ait ou non contrat. Ce sera, par exemple, la livraison négligente de marchandises défectueuses, le retard d'un paiement par suite d'oubli, etc. Si on se place sur un plan moral, ces actes ont une moindre gravité que les précédents puisqu'ils ne sont chargés d'aucune mauvaise foi ou intention de nuire. Ils ne sont que des manifestations de légèreté* ».

¹⁴⁸³ V., pour des réflexions et une appréciation critique sur cette notion en droit pénal, E. Dreyer, *Droit pénal général*, LexisNexis, coll. Manuel, 2014, 3^e éd., n° 858 et 906. Cet auteur indique notamment que, selon un nouveau courant doctrinal, il y aurait dans le dol éventuel, non seulement conscience du risque créé, mais encore acceptation du fait que ce risque puisse causer un dommage, ce qui pourrait être assimilé au fait de vouloir le dommage lui-même.

¹⁴⁸⁴ V. notamment J. Flour, J.-L. Aubert et E. Savaux, *op. cit.*, n° 111, définissant ainsi la faute non intentionnelle : « *commet une faute non intentionnelle celui dont la volonté ne s'est pas appliquée au dommage : il a généralement voulu son acte ; il n'a pas voulu causer le dommage qui en est résulté. Ainsi en est-il du chasseur maladroit ou inattentif, et de l'automobiliste qui veut certes rouler vite, mais qui n'a pas l'intention de provoquer un accident. La faute consiste alors soit à ne pas avoir prévu l'éventualité du dommage, soit, si on l'a prévue, à en avoir pris le risque. D'où les expressions de négligence et d'imprudence* ».

Ainsi, si dans le cadre de l'article 1382 du Code civil, il y a nécessairement volonté de la faute, en ce qu'elle découle nécessairement de l'intention de causer un dommage ; dans le cadre de l'article 1383 du même code, la volonté de la faute peut être présente (par exemple, l'automobiliste qui dépasse délibérément la limitation de vitesse a bien la volonté de commettre la faute) ou pas (par exemple, le chasseur qui vise mal et blesse son compagnon a bien eu la volonté de l'acte, mais pas vraiment de la faute).

Qu'en conclure relativement à la définition issue de la jurisprudence *Seusse* ? M. Maurice Cozian, M. Alain Viandier et Mme Florence Deboissy estiment, à propos de cette décision, que la faute intentionnelle « *devrait être caractérisée chaque fois qu'un dirigeant aura accompli un fait délictueux en ayant conscience, ou en ayant dû avoir conscience, de causer un dommage à autrui* »¹⁴⁸⁵. Ils reprennent ainsi, pour l'essentiel, la définition classique de la faute intentionnelle en droit de la responsabilité civile, centrée sur la conscience de causer un dommage, en l'assouplissant quelque peu puisqu'ils y assimilent également la situation où l'auteur aurait dû avoir conscience de causer ce dommage. Pourtant, si l'on s'en tient à la formulation de l'arrêt *Seusse*, il n'est pas exigé que la faute soit intentionnelle, mais seulement qu'elle ait été commise intentionnellement. Cette faute correspondrait ainsi à ce que la doctrine civiliste appelle parfois « *faute volontaire* », « *délibérée* » ou « *commise intentionnellement* », qui n'est plus la volonté du dommage, mais simplement la volonté du comportement fautif (consistant donc dans la volonté de commettre la faute en connaissance de cause, mais pas le dommage)¹⁴⁸⁶. D'ailleurs, si tel n'était pas le cas, la Cour suprême aurait-elle eu besoin de rajouter le critère de la particulière gravité, étant donné que l'intention de nuire, ou la conscience que l'on a eue ou que l'on aurait dû en avoir, est par nature une faute particulièrement grave ? Mme Mireille Bacache-Gibeili écrit ainsi, à propos de la faute séparable des dirigeants sociaux, que « *l'exigence d'une faute d'une particulière gravité ne peut constituer une condition autonome et supplémentaire que si l'intention renvoie à une*

¹⁴⁸⁵ Selon M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 309. Adde J. Abras, *L'exigence d'une faute séparable des fonctions entendue restrictivement : présent offert aux dirigeants ou nécessité ?*, JCP E, 2008, 1912, spéc. n° 9 et 10, considérant que l'intentionnalité doit consister soit dans l'intention de causer le dommage, soit dans l'indifférence manifeste à l'égard des risques du dommage.

¹⁴⁸⁶ V., sur cette distinction, P. Jourdain, note sous Cass. com. 28 sept. 2010, RTD civ., 2010, p. 785 ; C. Benoît-Renaudin, note sous Cass. com. 28 sept. 2010, JCP G, n° 48, 29 nov. 2010, p. 1177. Pour une analyse approfondie en matière d'intention, v. A. Vignon-Barrault, *Intention et responsabilité civile*, préf. D. Mazeaud, PUAM, 2004.

faute volontaire et non à une faute dolosive »¹⁴⁸⁷. La chambre commerciale de la Cour de cassation a pu toutefois semer le doute *a posteriori* en visant, non plus le fait de « *commettre intentionnellement une faute* » comme dans l'arrêt *Seusse*, mais la « *faute intentionnelle* » dans certains arrêts ultérieurs¹⁴⁸⁸. Il nous paraît toutefois improbable que la Cour suprême ait souhaité restreindre le champ de la faute depuis l'arrêt *Seusse*, alors qu'elle n'a cessé depuis lors de manifester la volonté de responsabiliser davantage les dirigeants sociaux en facilitant les conditions de leur mise en cause. Il nous semble ainsi que l'élément d'intentionnalité requis pour rendre la faute séparable réside simplement dans le fait d'avoir commis la faute intentionnellement, c'est-à-dire dans la seule volonté du comportement fautif¹⁴⁸⁹.

C'est à notre sens, s'agissant du second élément, de nature cette fois objective, consistant dans la particulière gravité de la faute, que la Cour suprême s'est montrée plus exigeante pour admettre la séparabilité de la faute. Son appréciation relèvera des juges du fond, sous réserve d'un contrôle de qualification opéré par la Cour de cassation. En droit des sociétés, la doctrine¹⁴⁹⁰ estime généralement que ce critère conduit à l'assimilation de la faute séparable à la « *faute lourde* »¹⁴⁹¹ - dont on sait d'ailleurs qu'en responsabilité civile elle est en principe exclusive de la faute intentionnelle, au sens de l'intention de nuire¹⁴⁹² -, ce qui vient plutôt conforter notre analyse précédente. Il ne fait guère de doute en tout cas que des fautes légères, même commises intentionnellement, ne peuvent engager la responsabilité du dirigeant¹⁴⁹³. En définitive, la faute séparable est de manière générale, à notre sens, une faute d'une particulière

¹⁴⁸⁷ M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 205.

¹⁴⁸⁸ Cass. com. 4 juill. 2006, n° 05-13.930, Bull. civ. IV, n° 166 : D., 2006, p. 1958, obs. A. Lienhard ; RCA, 2006, comm. 23 ; RTD com., 2006, p. 848, obs. C. Champaud et D. Danet ; D., 2007, p. 267, obs. J.-C. Hallouin et E. Lamazerolles – Cass. com. 6 nov. 2007, n° 05-13.402 – Cass. com. 10 févr. 2009, préc.

¹⁴⁸⁹ V., en ce sens, B. Dondero, note sous Cass. com. 28 sept. 2010, Rev. sociétés, 2011, p. 97, spéc. n° 6.

¹⁴⁹⁰ Selon la doctrine, la faute d'une gravité particulière serait une « *forme de faute lourde, laquelle appelle un jugement "très sévère" sur la conduite de son auteur* » (H. Le Nabasque, note sous Cass. com. 20 mai 2003, Bull. Joly Sociétés, 2003, n° 7, p. 786), « *une faute particulièrement grave, ce qui la ramènerait en fait à l'exigence d'une faute lourde* » (M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 309). De même pour B. Dondero, note sous Cass. com. 20 mai 2003, D., 2003, Jurispr., p. 2623, spéc. n° 8, selon lequel la faute d'une particulière gravité s'apparente à la « *faute lourde* ».

¹⁴⁹¹ V., sur la faute lourde, G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité, op. cit.*, n° 610 et s., spéc. n° 611, indiquant qu'il est généralement admis que la faute lourde « *est celle qui procède d'un comportement anormalement déficient. C'est donc en principe l'ampleur de l'écart constaté entre la conduite suivie par le défendeur et celle à laquelle il aurait dû se conformer qui révèle son existence, aussi bien en matière délictuelle que contractuelle* ». Ainsi, selon L. Jossierand, D., 1933, 1, p. 50, ce qui révèle la faute lourde c'est son « *énormité* ».

¹⁴⁹² V., par exemple, Ph. Malaurie, L. Aynès et Ph. Stoffel-Munck, *op. cit.*, n° 57 : « *la faute lourde ne comporte pas d'intention de nuire. Elle présente une gravité particulière : acte grave, négligence grossière que l'homme le moins averti ne commettrait pas. Caractérisée en matière contractuelle, par l'inaptitude du débiteur à s'acquitter de sa mission, elle demeure dépendante d'une appréciation de son comportement* ».

¹⁴⁹³ B. Dondero, note sous Cass. com. 20 mai 2003, D., 2003, Jurispr., p. 2623, spéc. n° 10.

gravité commise délibérément, ce qui la rend incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales.

ii - La définition de la faute séparable en cas de faute pénale

593 - **L'intervention jurisprudentielle. Le rapprochement entre jurisprudence civile et jurisprudence pénale.** On l'a dit, la théorie de la faute séparable des fonctions ne trouve, *ratione materiae*, à s'appliquer que devant les juridictions civiles, de sorte que la mise en cause de la responsabilité civile des dirigeants sociaux est plus aisée devant les juridictions pénales par la voie de la constitution de partie civile. La chambre criminelle de la Cour de cassation considère en effet que « *le prévenu, devant répondre des conséquences dommageables de l'infraction dont il s'est personnellement rendu coupable, ce délit eût-il été commis dans le cadre de ses fonctions de dirigeant social, engage sa responsabilité civile à l'égard des tiers auxquels cette infraction a porté préjudice* »¹⁴⁹⁴. Pour elle, le droit reconnu à la victime d'une infraction pénale de demander à l'auteur de cette infraction réparation du préjudice qui en est directement résulté fonde l'obligation de réparer le dommage, et ce peu important, par conséquent, le caractère séparable ou pas de la faute commise. Cette divergence entre les juridictions civiles et pénales est ainsi susceptible d'entraîner, dès lors que la faute commise par le dirigeant peut être également sanctionnée pénalement, une pénalisation du contentieux stigmatisée par une partie de la doctrine¹⁴⁹⁵.

Toutefois, cette divergence s'est aujourd'hui largement estompée puisque, par un arrêt de principe du 28 septembre 2010, la chambre commerciale de la Cour de cassation a jugé, dans un cas où un dirigeant avait sciemment accepté d'ouvrir un chantier sans que l'entreprise fût

¹⁴⁹⁴ Cass. crim. 19 févr. 2003, n° 02-81.422 : Dr. pén., juill.-août 2003, comm. 87, p. 17, note J.-H. Robert. V. déjà Cass. crim. 14 oct. 1991, n° 90-80.621, Bull. crim., n° 337, JurisData n° 1991-003102, jugeant que « *les dirigeants sociaux sont civilement responsables du préjudice causé par l'infraction qu'ils commettent dans l'exercice de leurs fonctions* » : Rev. sociétés, 1992, p. 782, note B. Bouloc. V. aussi postérieurement, Cass. crim. 20 mai 2003, n° 02-84.307, Bull. crim., 2003, n° 101, p. 404, considérant que « *le dirigeant d'une personne morale, qui a intentionnellement commis une infraction ayant porté préjudice à un tiers, engage sa responsabilité civile à l'égard de celui-ci* » : Bull. Joly, 2003, p. 1166, § 242, note Th. Massart ; D., 2003, AJ, p. 2205 ; RJDA, 12/03, n° 1181. On a pu s'interroger, à la suite de cet arrêt, sur le point de savoir si la faute pénale intentionnelle, était seule de nature à engager la responsabilité civile du dirigeant social devant le juge pénal, à l'exclusion de celle d'imprudance. V. encore plus récemment Cass. crim. 7 sept. 2004, n° 03-86.292, JurisData n° 2004-025003 : RJDA, 2005/2, p. 122, n° 141 ; Cass. crim. 26 janv. 2010, n° 09-81.864.

¹⁴⁹⁵ V. notamment E. Dezeuze, *La réparation du préjudice devant la juridiction pénale*, Rev. sociétés, 2003, p. 261 ; M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 312, estimant que la situation secrète « *une pénalisation du contentieux quand précisément le recours à la faute détachable a pour objectif avoué d'alléger la responsabilité des dirigeants* ».

couverte par une assurance pourtant obligatoire de responsabilité – ce qui était constitutif d'un délit pénal -, que « *le gérant d'une société à responsabilité limitée qui commet une faute constitutive d'une infraction pénale intentionnelle, séparable comme telle de ses fonctions sociales, engage sa responsabilité à l'égard des tiers à qui cette faute a porté préjudice* »¹⁴⁹⁶. Les victimes purent ainsi, dans cette espèce, obtenir réparation des malfaçons et inexécutions diverses qu'elles avaient subies à l'issue de leur action contre le gérant, seule voie qui leur était ouverte du fait de la mise en liquidation judiciaire de la société. La solution a en outre été réitérée à l'identique en 2014 dans une espèce similaire¹⁴⁹⁷. Il est donc clair désormais que, pour la chambre commerciale, une infraction pénale intentionnelle constitue par nature – « *séparable comme telle* » écrit-elle - une faute séparable de ses fonctions¹⁴⁹⁸, sans qu'il soit nécessaire de s'assurer de la caractérisation des critères de la jurisprudence *Seusse*, ce qui lève toute incertitude sur l'existence d'une faute séparable dans une telle situation.

La solution apparaît de bon sens car il semble difficile de considérer qu'une faute pénale, tout du moins lorsqu'elle est intentionnelle, puisse être compatible avec l'exercice normal des fonctions sociales¹⁴⁹⁹, dès lors qu'il s'agit d'un comportement commis délibérément et considéré comme contraire à l'intérêt général par le législateur pénal. Elle aurait également tendance à confirmer que la faute « *commise intentionnellement* » de l'arrêt *Seusse* ne serait que la volonté du comportement fautif et non du dommage, étant donné qu'en droit pénal, la

¹⁴⁹⁶ Cass. com. 28 sept. 2010, n° 09-66.255, STS, JurisData n° 2010-017070 : Bull. Joly Sociétés, 2010, n° 12, p. 976, § 212, note A. Couret ; D., 2010, p. 2290, obs. A. Lienhard ; D., 2010, p. 2617, chron. R. Salomon ; Dr. sociétés, 2011, n° 225, obs. M. Roussille ; Gaz. Pal., 16 déc. 2010, n° 350, p. 13, chron. A.-F. Zattara-Gros ; JCP E, 2011, n° 1, p. 23, obs. F. Deboissy et G. Wicker ; JCP G, 2010, p. 1177, note C. Benoît-Renaudin ; LPA, 29 déc. 2010, n° 259, p. 8, note H. Mousbit ; Rev. sociétés, 2011, note B. Dondero ; RDI, 2010, p. 565, obs. D. Noguéro ; RLDA, nov. 2010, n° 54, p. 10, note G. Bocobza-Berlaud ; RTD civ., 2010, n° 4, p. 785, note P. Jourdain.

¹⁴⁹⁷ Cass. com. 9 déc. 2014, n° 13-26.298 : Ph. Dupichot, Bull. Joly Sociétés, mars 2015, n° 3, p. 134 ; R. Salomon, JCP E, 16 juill. 2015, n° 29, p. 27.

¹⁴⁹⁸ La solution valant pour le dirigeant serait alors identique à celle retenue pour le préposé depuis l'arrêt *Cousin* du 14 décembre 2001 à l'occasion duquel l'assemblée plénière de la Cour de cassation a décidé, s'agissant d'un comptable salarié qui avait intentionnellement fait obtenir de manière frauduleuse des subventions à sa société, que « *le préposé condamné pénalement pour avoir intentionnellement commis, fût-ce sur l'ordre du commettant, une infraction ayant porté préjudice à un tiers, engage sa responsabilité à l'égard de celui-ci* » (Cass. ass. plén. 14 déc. 2001, n° 00-82.066, *Cousin*, Bull. civ. 2001, ass. plén. n° 17 : Bull. Joly Sociétés, 2002, p. 394, § 84, note J.-F. Barbiéri ; JCP G, 2002, II, 10026, note M. Billiau ; Dr. et patr., mars 2002, n° 102, p. 94, obs. F. Chabas ; Gaz. Pal., 24-26 févr. 2002, p. 29, concl. De Gouttes, note Y. Monnet ; RTD civ., 2002, p. 109, obs. P. Jourdain ; D., 2002, Jurispr., p. 1230, note J. Julien ; D., 2002, somm., p. 1317, obs. D. Mazeaud ; D., 2002, somm., p. 2117, obs. B. Thullier ; JCP G, I, 124, n° 22, obs. G. Viney ; RJDA, 3/02, n° 330). Cet arrêt était venu atténuer le principe posé par l'arrêt *Costedoat* selon lequel « *n'engage pas sa responsabilité à l'égard des tiers le préposé qui agit sans excéder les limites de la mission qui lui a été impartie par son commettant* » (Cass. ass. plén. 25 févr. 2000, n° 97-17.378, *Costedoat*, cf. *infra*). *Adde* dans le même sens Cass. crim. 7 avr. 2004, n° 03-86.203, JurisData n° 2004-023601 : RCA, 2004, comm. 215, note H. Groutel ; Cass. crim. 12 avr. 2008.

¹⁴⁹⁹ V. notamment en ce sens M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 310.

commission d'une infraction pénale n'exige, hors cas particuliers, que la preuve du dol général, simplement caractérisé par le fait de vouloir commettre un acte (le « *volens* ») que l'on sait pourtant sanctionné par le droit pénal spécial (le « *sciens* »), comme l'indique l'article 123-1 alinéa 1^{er} du Code pénal : « *il n'y a point de crime ou de délit sans intention de le commettre* ».

c - Le champ de la faute séparable

594 - **Le champ de la faute séparable.** La question du champ *ratione personae*¹⁵⁰⁰ de la théorie de la faute séparable a fait débat relativement à son application aux associés : devaient-ils être considérés comme des tiers auxquels s'appliquait la théorie, ou bien comme des membres du groupement envers lesquels elle n'avait pas lieu d'être ? La Cour de cassation a tranché fermement le débat en excluant l'application de la théorie de la faute séparable aux actionnaires (ii), qui doivent toutefois apporter la preuve d'un préjudice personnel (i).

i - L'exigence d'un préjudice personnel de l'actionnaire

595 - **L'exigence et la notion de préjudice personnel de l'actionnaire.** Un actionnaire ne peut exercer une action individuelle à l'encontre des dirigeants sociaux qu'à condition de se prévaloir d'un préjudice personnel¹⁵⁰¹ ; à défaut, il ne peut être recevable qu'à exercer l'action sociale *ut singuli* en réparation du préjudice social. Depuis une jurisprudence ancienne¹⁵⁰², le préjudice d'un associé, pour être personnel, ne doit pas être le « *corollaire* » du préjudice subi par la société, c'est-à-dire ne pas constituer le simple reflet dans le patrimoine de l'associé du préjudice social. Car il n'y a alors, dans ce cas, de préjudice que social et l'action sociale, qu'elle soit exercée *ut universi* ou *ut singuli*, assure également les intérêts des actionnaires en permettant la reconstitution du patrimoine social¹⁵⁰³, à condition toutefois que ceux-ci

¹⁵⁰⁰ Le champ *ratione materiae* a déjà été précisé ci-dessus lorsqu'il a été indiqué en quoi la théorie de la faute séparable ne trouve pas application en matière pénale (cf. *supra*). La question de l'application aux actionnaires ou aux seuls véritables tiers de la théorie de la faute séparable doit être traitée relativement en détail car elle n'est pas sans rapport, comme on le verra, avec l'application de cette théorie aux investisseurs en matière de communication financière (cf. *infra*).

¹⁵⁰¹ V. notamment, sur la question, A. Couret, *Interrogations autour du préjudice individuel de l'actionnaire*, RJDA, 5/97, p. 391.

¹⁵⁰² Cass. civ. 26 nov. 1912 : D.P., 1913, I, p. 377, note E. Thaller ; S., 1914, I, p. 372.

¹⁵⁰³ V. notamment R. Vatinet, *La réparation du préjudice causé par la faute des dirigeants sociaux devant les juridictions civiles*, in *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque, dir. R. Vatinet, Rev. sociétés,

conserver leurs actions entre le moment de la commission de la faute et celui de cette reconstitution¹⁵⁰⁴. La plupart du temps, l'action individuelle d'un associé se heurtera à cette exigence, son préjudice étant considéré comme la conséquence de celui subi par la société. Il en sera notamment ainsi en cas de perte de valeur des droits sociaux découlant d'une atteinte portée au patrimoine social, selon une position ancienne de la chambre commerciale¹⁵⁰⁵, à laquelle s'est ralliée tardivement la chambre criminelle, notamment en cas d'abus de biens sociaux¹⁵⁰⁶, et dont a fait récemment application la troisième chambre civile¹⁵⁰⁷.

La solution est assurément logique : lorsqu'un dirigeant commet une faute de gestion génératrice de pertes ou un abus de biens sociaux ou de pouvoirs au détriment de la société, le préjudice, consistant en un appauvrissement du patrimoine social, est un préjudice social ; certes, l'actionnaire, par contrecoup, subit un préjudice tenant à la diminution de valeur (comptable, voire vénale) de ses actions, mais ce préjudice ne peut faire l'objet d'une action individuelle de l'actionnaire car il n'est pas distinct du préjudice subi par la société elle-même, mais n'en est que le reflet, le corollaire ; sa réparation sera assurée par l'exercice de l'action sociale et ne peut l'être autrement car, à défaut, il y aurait risque de double indemnisation, à la fois des actionnaires et de la société, pour le même préjudice.

2003, p. 247, spéc. n° 14, p. 252, faisant observer que l'action *ut singuli* « sert les intérêts de la société (...) mais aussi, indirectement et à plus long terme, ceux des actionnaires ».

¹⁵⁰⁴ A défaut, comme l'écrit N. Spitz, *op. cit.*, n° 280, l'actionnaire est « privé non seulement de son action personnelle mais également de son indemnisation ».

¹⁵⁰⁵ Cass. com. 26 janv. 1970, n° 67-14.787, Fouilly c/ Sodiva et autres, Bull. IV, n° 30, p. 31 : D., 1970, p. 643, note J. Guyénot ; JCP, 1970, II, 16385, note Y. Guyon ; RTD com., 1970, p. 431, obs. R. Houin ; RJDA, 10/01, n° 982 – Cass. com. 4 mars 1986, Bull. IV, n° 42 – Cass. com. 18 juill. 1989 : Defrénois, 1990, art. 34788, n° 5, p. 633, obs. J. Honorat – Cass. com. 1er avr. 1997, n° 94-18.912, SA Liaud et Cie c/ SA Cie Financière CIC, préc. – Cass. com. 18 mai 1999, n° 96-19.235, inédit – Cass. com. 15 janv. 2002, préc. – Cass. com. 21 sept. 2004, n° 03-12.663 - Cass. com. 19 avr. 2005, Bull. Joly Sociétés, 2005, p. 1252, § 277, note S. Messaï-Bahri – Cass. com. 7 juill. 2009, n° 08-19.512, Joffres c/ Bonneau, JurisData n° 2009-049103 : Dr. sociétés, 2009, comm. 184, obs. H. Hovasse.

¹⁵⁰⁶ Cass. crim. 12 déc. 2000 : Dr. pén., 2001, comm. 48, obs. J.-H. Robert – Cass. crim. 13 déc. 2000, 3 esp., n° 99-80.387, préc. ; n° 99-84.855, préc. ; n° 97-80.664, préc. – Cass. crim. 4 avr. 2001, n° 00-80.406 : Dr. pén., 2001, comm. 102, obs. J.-H. Robert ; D., 2002, p. 1475 – Cass. crim. 5 déc. 2001 : Bull. Joly Sociétés, 2002, § 107, note H. Le Nabasque – Cass. crim. 18 sept. 2002 : Bull. Joly Sociétés, 2003, p. 63, note J.-F. Barbiéri – Cass. crim. 11 déc. 2002, n° 01-85.176, Alain G., préc. - Cass. crim. 8 oct. 2003 : Dr. pén., 2003, comm. 147, obs. J.-H. Robert – Cass. crim. 5 mai 2004, n° 2686, Société Moulins Soufflet, préc. - Cass. crim. 28 juin 2005, n° 04-13.586, Société Péchiney – Cass. crim. 14 juin 2006, n° 05-86.306 : Dr. sociétés, 2006, comm. 151, obs. R. Salomon ; RJDA, 1/07, n° 61 - Cass. crim. 16 avr. 2008, n° 07-86.581 : Bull. Joly Sociétés, 2009, p. 175, § 36, note D. Chilstein ; Dr. sociétés, 2008, comm. 191, note R. Salomon ; Cass. crim. 16 déc. 2009, n° 08-88.305 : Bull. Joly Sociétés, mai 2010, p. 502, n° 101, note J.-F. Renucci ; Dr. sociétés, 2010, comm. n° 78, note R. Salomon ; JCP E, 2010, 1993, n° 1, obs. F. Deboissy et G. Wicker ; D. 2010, p. 381 ; RJDA, 2010/5, p. 484, n° 512. Sur la question de la réparation du préjudice subi par l'actionnaire devant les juridictions pénales, v. E. Dezeuze, *La réparation du préjudice devant la juridiction pénale*, Rev. sociétés, 2003, p. 261.

¹⁵⁰⁷ Cass. 3^e civ. 22 sept. 2009, 2 esp., n° 08-18.483, Leroux c/ Vincent, JurisData n° 2009-049619, et, n° 08-18.75, Khaiat c/ Grolleau, JurisData n° 2009-049620 : D., 2009, p. 2342 ; Dr. sociétés, 2010, n° 1, comm. 1, p. 20, obs. M.-L. Coquelet ; LPA, 20 janv. 2010, n° 14, p. 8, note J. Granotier.

Mme Raymonde Vatinet observe toutefois que cette conception jurisprudentielle de la valeur de l'action est quelque peu restrictive en ce que cette valeur ne dépend pas uniquement de l'état patrimonial de la société, mais de bien d'autres facteurs. Elle ajoute notamment que, pour les sociétés cotées, le marché peut avoir un effet amplificateur de la perte sociale sur le cours de bourse, de sorte que l'investisseur subit *a priori* un préjudice individuel plus important que sa « *part* » de préjudice social et qui ne pourra donc, à court terme, être réparé par la reconstitution du patrimoine social, insuffisante à rétablir immédiatement le cours de l'action. Mais, explique-t-elle avec finesse, « *ce qui permet de comprendre et de justifier cette jurisprudence, c'est que l'actionnaire est considéré – en raison de la nature du lien qui l'unit à la société – comme un investisseur à long ou moyen terme. Dès lors, les droits de l'actionnaire doivent s'inscrire dans la durée. C'est ce qui fonde ses droits politiques et, plus profondément, l'ensemble de ses droits vis-à-vis de la société. À terme, la reconstitution du patrimoine social donne à l'actionnaire une chance de voir le cours de ses actions remonter. Dès lors, à terme, le préjudice individuel n'est pas certain* »¹⁵⁰⁸.

596 - **L'existence d'un préjudice personnel en cas de violation du droit à l'information de l'associé.** En tout état de cause, on ne rencontre généralement pas cet écueil de la reconnaissance d'un préjudice social, exclusive de celle de tout préjudice individuel, dans le cas d'une violation des droits propres ou individuels de l'associé (droit de vote, droit à l'information, le droit aux dividendes)¹⁵⁰⁹, et notamment de son droit à l'information. La jurisprudence admet, d'ailleurs, depuis bien longtemps cette solution s'agissant de l'information à destination des actionnaires. Ainsi, la Cour de cassation pouvait considérer dès 1883 qu'à l'inverse de l'action sociale, « *si l'action se fonde sur une faute générale des administrateurs résultant notamment de dissimulations ou manœuvres comptables qui auraient induit les actionnaires en erreur, soit en provoquant l'achat de leurs titres, soit en leur en imposant la revente, cette action est uniquement personnelle* »¹⁵¹⁰. En droit pénal, la chambre criminelle de la Cour de cassation a également admis en 2002 que pouvait être

¹⁵⁰⁸ R. Vatinet, *La réparation du préjudice causé par la faute des dirigeants sociaux devant les juridictions civiles*, in *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque, dir. R. Vatinet, Rev. sociétés, 2003, p. 247, spéc. n° 18, p. 253.

¹⁵⁰⁹ V. ainsi S. Messaï-Bahri, *op. cit.*, n° 974 et s., jugeant que le préjudice est alors individuel puisque la société n'est pas titulaire de ces droits et n'est en principe pas directement affectée.

¹⁵¹⁰ Cass. req. 3 déc. 1883 : DP, 1884, I, p. 339.

réparé le préjudice individuel de l'actionnaire qui s'était constitué partie civile du chef de présentation de comptes infidèles¹⁵¹¹.

ii - L'exclusion de la faute séparable envers les actionnaires

597 - **Le problème de droit.** On l'a dit, la théorie de la faute séparable ne s'applique en principe qu'aux tiers à l'égard desquels les dirigeants n'exercent qu'une fonction de représentation de la société. Dès lors, même si les actionnaires utilisent souvent d'autres moyens que celui de la responsabilité civile face à la faute des dirigeants¹⁵¹², la question de savoir si l'exigence de faute séparable devait s'appliquer également auxdits actionnaires s'est posée avec une certaine acuité (à condition bien sûr qu'ils soient en mesure de rapporter la preuve d'un préjudice individuel). En d'autres termes, ces derniers doivent-ils être considérés comme ou assimilés à des tiers à l'égard de la société en dépit de leur qualité d'actionnaires et rapporter la preuve d'une faute séparable pour engager la responsabilité civile des dirigeants ? Plus précisément, la société s'interpose-t-elle entre les dirigeants et les actionnaires ?¹⁵¹³ En effet, selon la Cour de cassation, l'action exercée par les actionnaires relève nécessairement de l'article L. 225-251 du Code de commerce, ce qui exclut le recours au droit commun de la responsabilité civile¹⁵¹⁴ ; or, cette disposition ne faisant référence qu'à la société ou aux tiers sans viser expressément les actionnaires, cette lacune législative ne pouvait que susciter des interrogations.

¹⁵¹¹ Cass. crim. 30 janv. 2002, n° 01-84.256, Bull. crim. n° 14, p. 36, JurisData n° 2002-013027 : Bull. Joly Sociétés, 2002, p. 797, note J.-F. Barbière ; JCP E, 2002, p. 1082, note J. Cellier ; JCP E, 2002, p. 1639, obs. J.-J. Caussain, F. Deboissy et G. Wicker. V. déjà Cass. crim. 5 nov. 1991, n° 90-82.605, Société Industrielle et Financière Bertin, préc. Dans son rapport annuel pour 2002, la Cour de cassation explicite d'ailleurs cette position avec clarté : « *cette position diffère de celle adoptée par la Chambre criminelle en matière d'abus de biens sociaux (Crim., 13 déc. 2000, Bull. numéro 373). Elle s'explique, car si un associé ne subit pas un préjudice personnel direct lorsque la baisse de la valeur de ses actions ou parts sociales provient de pertes affectant l'actif social et résultera de la faute des dirigeants sociaux, en revanche, il subit un préjudice personnel direct lorsqu'il se plaint d'une dévalorisation de ses titres due à de mauvaises informations reçues des dirigeants* ».

¹⁵¹² V. notamment Y. Chartier et J. Mestre, *Les sociétés*, PUF, coll. Thémis Les grandes décisions de la jurisprudence, 1988, p. 51 : « *pratiquement, cette responsabilité du dirigeant n'apparaît que comme un ultime remède, auquel les associés victimes préféreront le plus souvent d'autres sanctions (révocation, administration provisoire) ou d'autres solutions (cession des parts, action en dissolution)* ».

¹⁵¹³ Pour une étude générale sur cette question, v. S. Messai-Bahri, *op. cit.*, n° 470 et s. ; D. Cholet, *La distinction des parties et des tiers appliquée aux associés*, D., 2004, p. 1141 ; R. Vatinet, *La réparation du préjudice causé par la faute des dirigeants sociaux devant les juridictions civiles*, in *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque, dir. R. Vatinet, Rev. sociétés, 2003, p. 247, spéc. n° 24 et s., p. 256 et s.

¹⁵¹⁴ V. Cass. com. 13 juin 1995, n° 93.12.856, à propos de l'ancien article 244 de la loi du 24 juillet 1966 (aujourd'hui l'article L. 225-251 du Code de commerce) : Dr. sociétés, 1995, comm. 223, obs. D. Vidal.

La question se posait d'autant plus que, le législateur n'ayant pas précisé la nature, délictuelle ou contractuelle, de la responsabilité des dirigeants, que ce soit envers les tiers ou envers les associés - mais c'est à l'égard des ces derniers que la question se posait véritablement -, la jurisprudence a comblé le vide en indiquant que la responsabilité civile des dirigeants était de nature délictuelle à l'égard des associés comme des tiers. Ainsi, en ont jugé, s'agissant des premiers, aussi bien la chambre commerciale¹⁵¹⁵, que la chambre criminelle¹⁵¹⁶ et la troisième chambre civile de la Cour de cassation¹⁵¹⁷. La solution peut surprendre au premier abord étant donné l'existence d'un contrat de société, et le fait que la responsabilité civile du dirigeant envers la société est traditionnellement considérée comme étant de nature contractuelle. Ainsi, pour M. Julien Granotier, « *cette solution ne va pas forcément de soi en droit des sociétés, où les relations entre les associés, et entre les associés et les dirigeants, ne relèvent pas d'un fait juridique, mais bien de la sphère contractuelle* », et ce « *même si l'intervention des dirigeants n'est plus fondée sur un mandat confié par les associés, mais relève de la représentation légale* »¹⁵¹⁸. Il nous semble toutefois que la nature délictuelle de la responsabilité du dirigeant envers les associés est justifiée par le fait qu'il exerce avant tout une mission de représentation légale de la société. Cela fait d'ailleurs dire à Mme Marie-Laure Coquelet « *que la Cour de cassation semble avoir définitivement fait sienne l'idée selon laquelle – dès lors que la société est dotée de la personnalité juridique –, le dirigeant n'est pas le mandataire des associés, mais le représentant légal de la société* »¹⁵¹⁹.

598 - L'exclusion prétorienne de l'application de la théorie de la faute séparable aux actionnaires. En tout état de cause, la chambre commerciale de la Cour de cassation a, dans l'affaire *Gaudriot*, tranché le débat relatif à l'application de la théorie de la faute séparable aux associés de la façon la plus ferme : « *la mise en œuvre de la responsabilité des administrateurs et du directeur général à l'égard des actionnaires agissant en réparation du*

¹⁵¹⁵ Cass. com. 1er avr. 1997, n° 94-18.912, SA Liaud et Cie c/ SA Cie Financière CIC : Bull. Joly Sociétés, 1997, p. 650, § 248, note J.-F. Barbiéri ; RJDA, 5/97, n° 659, p. 436, chron. A. Couret ; RTD com., 1997, p. 647, obs. B. Petit et Y. Reinhard ; D., 1998, somm., p. 180, obs. J.-C. Hallouin.

¹⁵¹⁶ Cass. crim. 13 déc. 2000, 3 esp., n° 99-80.387, Bull. crim. n° 373, p. 1135, JurisData n° 2000-008065 : Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 497, note J.-F. Barbiéri ; Dr. pén., avr. 2001, n° 47, note J.-H. Robert ; JCP E, 2001, p. 1138, note J.-H. Robert ; JCP, 2001, I, 338, p. 1425, obs. G. Viney ; RJDA, 5/01, p. 528, n° 593 ; Rev. sociétés, 2001, p. 399 ; n° 99-84.855, Bull. crim. n° 378, p. 1159 : Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 499, § 126, note J.-F. Barbiéri ; n° 97-80.664 : Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 498, note J.-F. Barbiéri ; JCP E, 2001, p. 1138, note J.-H. Robert.

¹⁵¹⁷ Cass. 3^e civ. 22 sept. 2009, 2 esp., n° 08-18.483, Leroux c/ Vincent, préc., et, n° 08-18.75, Khaiat c/ Grolleau, préc.

¹⁵¹⁸ J. Granotier, note sous Cass. 3^e civ., 22 sept. 2009, LPA, 20 janv. 2010, n° 14, p. 8, spéc. p. 10.

¹⁵¹⁹ M.-L. Coquelet, note sous Cass. 3^e civ., 22 sept. 2009, Dr. sociétés, n° 1, comm. 1, p. 20, spéc. p. 21.

préjudice qu'ils ont personnellement subi n'est pas soumise à la condition que les fautes imputées à ces dirigeants soient intentionnelles, d'une particulière gravité et incompatibles avec l'exercice normal des fonctions sociales »¹⁵²⁰. En d'autres termes, l'exigence d'une faute séparable des fonctions sociales est exclue lorsque les associés demandent, dans le cadre d'une action individuelle, réparation de leur préjudice personnel aux dirigeants. Ainsi, dans les rapports entre dirigeants et associés, une faute simple du dirigeant, au sens de faute commise de manière non intentionnelle ou ne présentant pas de gravité particulière, suffit à engager sa responsabilité à l'égard des associés, à l'image de la solution retenue lorsque les associés exercent *ut singuli* l'action sociale en responsabilité en lieu et place de la société. La faute pourrait ainsi consister en une simple imprudence ou négligence.

Cet arrêt est venu mettre un terme à une jurisprudence naissante¹⁵²¹ qui avait pu estimer que l'exigence de la faute séparable devait s'appliquer également à l'égard des associés, au motif notamment que, selon une interprétation littérale de l'article L. 225-251 du Code de commerce, les associés, non expressément visés, exerçaient nécessairement l'action des tiers¹⁵²². Comme le note avec finesse la doctrine¹⁵²³, la chambre commerciale de la Cour de cassation ne retient pas, pour sa part, cette distinction, suggérée par la lettre de l'article L. 225-251 du Code de commerce, entre l'action sociale (c'est-à-dire en réparation du préjudice social) et l'action individuelle (c'est-à-dire en réparation du préjudice individuel, du tiers donc comme de l'actionnaire), et qui fait donc dépendre le régime de l'action de la nature du préjudice à réparer, mais se fonde sur une autre *summa divisio*, classique en doctrine, opposant le fonctionnement ou l'ordre externe de la société, qui couvre les rapports des dirigeants et de la société vis-à-vis des tiers, à son fonctionnement ou à son ordre interne, qui couvre les rapports des dirigeants et de la société vis-à-vis des associés. On regrettera

¹⁵²⁰ Cass. com. 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, Gaudriot, préc.

¹⁵²¹ T. com. Nanterre, 6 oct. 2000, SA Lehning Laboratoires, préc., pourtant confirmé par CA Versailles, 13^e ch., 17 janv. 2002, n° 00/07792, SA Lehning Laboratoires, préc. - CA Nancy, 2^e ch. civ., 21 nov. 2002, Balduini c/ Jalal, JurisData n° 2002-198356 : Dr. sociétés, 2003, comm. 74, obs. J. Monnet - T. com. Paris, 2^e ch., 25 nov. 2003, L. c/ SAS C. Finance, JurisData n° 2003-240284 : Bull. Joly Sociétés, 2004, p. 376, note B. Saintourens – Plus récemment, CA Bordeaux, 2^e ch. civ., 4 févr. 2009, Le Roux c/ Léonard, JurisData n° 2009-002559 : Dr. sociétés, 2009, comm. 159, note D. Gallois-Cochet. V. également CA Paris, 25^e ch. sect. B, 26 sept. 2003, n° 2001/21885, Flammarion, préc., mais en matière de communication financière. Un arrêt de 2002 de la chambre commerciale de la Cour de cassation avait pu pourtant être interprété en sens contraire mais il ne s'était prononcé qu'implicitement (Cass. com. 15 janv. 2002 : Dr. et patr., févr. 2003, p. 118, n° 112, chron. n° 3235, obs. D. Poracchia ; Bull. Joly Sociétés, 2002, p. 691, § 155, note S. Sylvestre ; RJDA, 6/02, n° 650).

¹⁵²² V. notamment, en ce sens, CA Versailles, 13^e ch., 17 janv. 2002, n° 00/07792, SA Lehning Laboratoires, préc.

¹⁵²³ M.-L. Coquelet, note sous Cass. com. 9 mars 2010, Dr. sociétés, 2010, n° 6, comm. 109.

toutefois que la juridiction suprême n'ait pas précisé les fondements de sa solution, et ce d'autant que la question faisait débat au sein des juridictions du fond comme au sein de la doctrine. L'arrêt est en tout cas décisif en matière de responsabilité des dirigeants puisqu'il assouplit considérablement les conditions d'une action à leur encontre par les associés et, s'agissant plus particulièrement des administrateurs, apprécie plus sévèrement leur responsabilité¹⁵²⁴. La question reste toutefois débattue en doctrine.

599 - Le débat doctrinal. La doctrine majoritaire approuve la solution rendue dans l'arrêt *Gaudriot*¹⁵²⁵. Se fondant notamment sur la théorie de la personnalité morale et la distinction entre l'ordre externe et l'ordre interne au sein de la société, elle estime en effet que l'exigence d'une faute séparable ne peut être imposée, pour retenir la responsabilité des dirigeants sociaux, qu'aux véritables tiers à la société, c'est-à-dire des personnes « *qui ne sont ni parties au contrat de société – dans une approche “contractuelle” de la société – ni membres du groupement personnifié – dans une approche plus “institutionnelle”* »¹⁵²⁶, et non aux associés¹⁵²⁷. L'immunité dont jouissent les dirigeants à l'égard des tiers en raison de la théorie de la représentation et de l'écran de la personnalité morale est par conséquent sans objet dans les relations avec les associés¹⁵²⁸ qui ne sont pas de vrais tiers et dont l'action devrait donc être assimilée à celle de la société.

Encore plus précisément, la fonction des dirigeants sociaux diffère selon qu'elle est assumée envers les tiers ou envers les associés : s'ils ont une fonction de représentation de la personne morale à l'égard des premiers ; à l'égard des seconds en revanche, ils n'exercent pas cette fonction, mais une fonction de direction et de gestion, telle que prévue par les statuts et par la

¹⁵²⁴ Cf. *supra*. V. N. Rontchevsky, note sous Cass. com. 9 mars 2010, Bull. Joly Bourse, 2010, n° 4, p. 316, § 41.

¹⁵²⁵ V. S. Messai-Bahri, *op. cit.*, n° 484, indiquant que la majorité des auteurs se montre hostile à l'idée de traiter les associés comme de simples tiers, et partageant elle-même cette conception au motif que l'associé tient des droits et des devoirs de sa qualité, qu'il est un organe de la société dans le cadre de l'assemblée générale, et surtout qu'il est à la source de la société en tant que partie à l'acte juridique constitutif de la société.

¹⁵²⁶ H. Le Nabasque, note sous Cass. com. 9 mars 2010, Rev. sociétés, 2010, p. 230. Adde A.-M. Romani, note sous Cass. com. 9 mars 2010, LPA, 19 nov. 2010, n° 231, p. 9 : « *titulaires de droits sociaux, les associés (ou actionnaires) sont créanciers de la société et tiers aux actes conclus en son nom par le représentant légal, comme le veut la personnalité morale. Toutefois, ils ne peuvent pas être assimilés à de “véritables tiers – extérieurs à l'entité personnifiée”* » ; J.-F. Barbiéri, note sous CA Versailles, 13^e ch., 17 janv. 2002, Bull. Joly Sociétés, 2002, n° 4, p. 515, § 111, faisant observer que considérer les associés comme des tiers « *c'est oublier que la société a pour fondement un acte juridique auquel les associés (ou les actionnaires) sont parties* ».

¹⁵²⁷ V., notamment, G. Ripert et R. Roblot, *Traité de droit commercial*, t. 1, vol. 2, *Les sociétés commerciales*, par M. Germain et V. Magnier, LGDJ, 2014, 21^e éd., n° 2317.

¹⁵²⁸ V. notamment J.-C. Hallouin, note sous Cass. com. 9 mars 2010, D., 2010, p. 2797 ; A. Lienhard, note sous Cass. com. 9 mars 2010, D., 2010, p. 761 ; N. Rontchevsky, note sous Cass. com. 9 mars 2010, Bull. Joly Bourse, 2010, n° 4, p. 316, § 41.

loi – elle doit notamment être guidée par l'intérêt commun des associés aux termes de l'article 1833 du Code civil¹⁵²⁹ -, et pour laquelle ils doivent leur rendre des comptes¹⁵³⁰. Il en résulte qu'envers les associés, les dirigeants doivent répondre directement de toute faute de comportement commise à l'occasion de l'exercice de leurs fonctions, peu important son caractère ou non détachable¹⁵³¹, contrairement à ce qu'il en est envers les tiers¹⁵³². La question n'est alors plus tant celle de la faute de la personne morale¹⁵³³ que de celle du dirigeant, notamment du respect du devoir de loyauté que la jurisprudence a mis à sa charge vis-à-vis des actionnaires¹⁵³⁴. Devoir qui constitue d'ailleurs un fait générateur

¹⁵²⁹ C. civ., art. 1833 : « toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés ». Comme le note Ph. Bissara, *Le gouvernement d'entreprise en France : faut-il légiférer et de quelle manière ?*, Rev. sociétés, 2003, p. 51, « le principe est que la société de capitaux doit être gérée dans l'intérêt des actionnaires. Tout le reste en découle ».

¹⁵³⁰ V. D. Poracchia, note sous CA Versailles 17 janv. 2002, Dr. et patr., 2002, n° 104, p. 96. Adde J.-F. Barbiéri, note sous CA Versailles, 13^e ch., 17 janv. 2002, Bull. Joly Sociétés, 2002, n° 4, p. 515, § 111, contre l'assimilation des associés aux tiers : « c'est oublier que la société a pour fondement un acte juridique auquel les associés (ou les actionnaires) sont parties et que, même investis d'une fonction légale et non pas seulement conventionnelle, les dirigeants sociaux ont d'abord le devoir de rendre compte de l'accomplissement de leur mission aux associés (actionnaires) : l'écran de la personnalité juridique n'existe pas dans les relations internes, les dirigeants devant s'expliquer directement de leur gestion devant les associés (ou les actionnaires) auxquels ils ont à en répondre au titre de l'exécution – bonne ou mauvaise – de l'acte juridique de société ».

¹⁵³¹ M.-L. Coquelet, note sous Cass. com. 9 mars 2010, Dr. sociétés, 2010, n° 6, comm. 109. Dans le même sens, R. Vatinet, *La réparation du préjudice causé par la faute des dirigeants sociaux devant les juridictions civiles*, in *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque, dir. R. Vatinet, Rev. sociétés, 2003, p. 247, spéc. n° 25, p. 257, qui estime qu'« il paraît logique que l'associé, qui est un créancier interne de la personne morale, puisse engager la responsabilité du dirigeant plus facilement que s'il était un créancier externe, tiers à la personne morale ».

¹⁵³² H. Le Nabasque, note sous Cass. com. 9 mars 2010, Rev. sociétés, 2010, p. 230 : « à l'égard des tiers, la faute du dirigeant est en principe la faute de la personne morale elle-même puisque celle-ci ne peut agir, dans ses rapports avec les tiers (créanciers, débiteurs, fournisseurs, clients, banques, etc.) que par l'intermédiaire de ses organes, lesquels agissent en son nom, pour son compte, faute de pouvoir agir elle-même. De sorte que la faute que le dirigeant commet, qu'elle soit de nature contractuelle (inexécution ou mauvaise exécution d'un contrat) ou délictuelle (un acte de concurrence déloyale, par exemple, ou de contrefaçon) est – en principe – la faute de la personne morale elle-même, comme le reconnaît aujourd'hui – quoique plus imparfaitement – le droit pénal lui-même ; sauf, et précisément, si la faute qui a été commise apparaît "détachable des fonctions du dirigeant", auquel cas elle cesse de pouvoir être imputée à la personne morale car elle n'a pas été commise en son nom, pour son compte ». On rappellera en effet qu'en vertu de l'article 121-2 alinéa 3 du Code pénal, « la responsabilité pénale des personnes morales n'exclut pas celle des personnes physiques auteurs ou complices des mêmes faits ».

¹⁵³³ V. notamment J.-F. Barbiéri, note sous CA Versailles, 13^e ch., 17 janv. 2002, Bull. Joly Sociétés, 2002, n° 4, p. 515, § 111, sur l'assimilation des associés aux tiers : « c'est oublier aussi que la notion de "faute séparable" n'a d'utilité qu'en raison de l'écran que crée la personnalité juridique entre les dirigeants, qui sont réputés – dans l'exercice de leurs fonctions – exprimer la volonté de la personne morale, et les véritables tiers – extérieurs à l'entité personnifiée -, parce qu'il est alors nécessaire de distinguer entre les actes de la sphère fonctionnelle (ceux attribués à la personne morale) et ceux de la sphère privée (dont les dirigeants doivent répondre personnellement). Dans les rapports internes, l'intérêt de cette notion disparaît car il n'y a pas lieu de rechercher une responsabilité spécifique de la personne morale, mais seulement de savoir si les dirigeants ont loyalement ou pas exercé leurs fonctions, c'est-à-dire exécuté ou non de bonne foi l'acte juridique fondateur (respect de l'objet et de l'intérêt social, action dans « l'intérêt commun des associés ») ».

¹⁵³⁴ V. ainsi Cass. com. 27 févr. 1996, n° 94-11.241, Vilgrain : Bull. Joly Sociétés, 1996, p. 485, § 164, note A. Couret ; Defrénois, 1996, p. 1205, note Y. Dagorne-Labbe ; JCP G, 1996, II, 22665, note J. Ghestin ; D., 1996, Somm., p. 342, obs. J.-C. Hallouin ; D., 1996, Jurispr., p. 518, note Ph. Malaurie, et p. 591, réponse J. Ghestin ; RTD civ., 1997, p. 114, obs. J. Mestre ; JCP E, 1996, II, 838, note D. Schmidt et S. Dion ; RJDA, 6/96, n° 794 – Cass. com. 12 mai 2004, n° 00-15.618 : Rev. sociétés, 2005, p. 140, note L. Godon ; D., 2004, AJ, p. 1599, obs. A. Lienhard et E. Lamazerolles ; Bull. Joly Sociétés, 2004, p. 1114, § 218, note D. Schmidt – Cass. com. 11 oct.

supplémentaire pour les dirigeants vis-à-vis des associés, en sus des trois légalement prévus, et qui illustre à merveille la relation directe existant entre eux¹⁵³⁵.

Cette première conception, si elle est largement majoritaire, est pourtant contestée par certains auteurs qui estiment que du fait de théorie de la personnalité morale, la société est une personne distincte des associés qui ne peuvent dès lors être considérés que comme des tiers, notamment au regard des actes pris par les dirigeants, organes de la société et non mandataires des actionnaires. Un auteur fait ainsi remarquer que « *prétendre, comme on le fait parfois, que la théorie de l'écran social ne vaudrait plus dans les rapports internes à la société, n'est peut-être pas décisif, car même si l'acte dommageable est causé à la société ou aux associés, il l'est toujours dans l'exercice des fonctions sociales du dirigeant* », et ajoute que d'ailleurs, en droit administratif, l'exigence d'une faute personnelle de l'agent public détachable du service demeure en cas d'action exercée par l'administration elle-même contre l'agent¹⁵³⁶.

M. Didier Cholet¹⁵³⁷ notamment théorise particulièrement bien les choses en montrant que deux principes opposés s'appliquent en droit des sociétés : un principe de distinction, d'abord, des associés et de la société en raison de la théorie de la personnalité morale qui a notamment pour conséquences une séparation des patrimoines et le fait que l'associé est un tiers, par application de l'article 1165 du Code civil, aux actes conclus par la société ; un principe d'assimilation, ensuite, des associés et de la société du fait de la qualité de membres d'un groupement, d'une collectivité organisée, des associés, qui vient modifier, sur certains

2005, n° 04-14.188 : Bull. Joly Sociétés, 2006, p. 632, § 131, note Th. Massart - Cass. com. 6 mai 2008, n° 07-12.251, Suplice c/ Crozat, JurisData n° 2008-043805 : Bull. Joly Sociétés, 2008, p. 762, note P. Le Cannu ; Dr. sociétés, 2008, comm. 171, obs. M.-L. Coquelet ; Rev. sociétés, 2009, p. 618, note B. Dondero ; Rev. sociétés, 2009, p. 95, note L. Godon. V. notamment, M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 285.

¹⁵³⁵ V. notamment J.-F. Barbieri, *Responsabilité de la personne morale ou responsabilité de ses dirigeants ? La responsabilité personnelle à la dérive*, in *Aspects actuels du droit des affaires : Mélanges en l'honneur de Yves Guyon*, Dalloz, 2003, p. 41, spéc. n° 10, p. 47, qui parle de « *l'exécution loyale des fonctions sociales* » ; M. Germain, *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, rapport de synthèse, in *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque, dir. R. Vatinet, Rev. sociétés, 2003, p. 284, qui observe que l'« *actionnaire se sent une relation particulière avec le dirigeant* » et pose la question de savoir s'il s'agit d'« *une relation directe ou (...) opérée par le truchement de la société* » ; D. Gallois-Cochet, note sous CA Bordeaux, 2^e ch. civ., 4 févr. 2009, Dr. sociétés, 2009, p. 18, qui fait remarquer que les relations qui se nouent entre associés et dirigeants « *dépassent [la] fonction de représentation* » ; D. Cholet, *La distinction des parties et des tiers appliquée aux associés*, D., 2004, p. 1141.

¹⁵³⁶ P. Jourdain, note sous Cass. com. 9 mars 2010, RTD civ., 2010, p. 575. Adde P. Le Cannu et B. Dondero, note sous Cass. com. 9 mars 2010, RTD com., 2010, p. 374, qui se demandent si exiger des associés qui souhaitent poursuivre les dirigeants qu'ils rapportent également la preuve d'une faute détachable ou bien qu'à défaut ils poursuivent la personne morale elle-même serait véritablement absurde.

¹⁵³⁷ D. Cholet, *La distinction des parties et des tiers appliquée aux associés*, D., 2004, p. 1141.

aspects, le régime applicable par rapport aux « véritables » tiers¹⁵³⁸. Il en conclut que la notion de personnalité morale n'est qu'un instrument de technique juridique au service de certaines fins, et que la question de savoir si l'associé doit être assimilé à la société ou à un tiers ne peut recevoir de réponse absolue selon que l'on souhaite faire prévaloir le principe de distinction ou celui d'assimilation en fonction de l'objectif à atteindre. Il écrit ainsi : « *reste (...) une assez grande impression d'arbitraire. Dans de nombreux cas, la qualification de partie ou de tiers paraît pouvoir se justifier en invoquant soit la personnalité morale qui sépare la société de l'associé, soit la qualité de membre qui agrège l'associé au groupement. Il ne faut pas s'en étonner. La personnalité morale comme la reconnaissance juridique d'un groupement ou les notions de partie et de tiers sont des instruments de technique juridique utilisés pour parvenir à certaines fins. S'ils fournissent des solutions de principe et des directions à suivre pour le droit positif, ils ne doivent pas être considérés comme des dogmes absolus. Selon les besoins, la technique doit pouvoir être infléchie pour parvenir à des résultats souhaitables pratiquement* »¹⁵³⁹. Il se prononce en tout état de cause en faveur du principe de distinction au regard du problème particulier de la faute séparable, considérant que le dirigeant ne doit pas être considéré comme un mandataire des actionnaires, mais comme un organe social indépendant. Il écrit ainsi à propos de la solution limitant aux tiers l'exigence de faute séparable : « *la personnalité morale est à nouveau niée. Le dirigeant redevient un mandataire des associés, tenu de devoirs particuliers envers eux, notamment d'un devoir de loyauté. La responsabilité se conforme ici aux analyses modernes du droit des sociétés, spécialement des grandes sociétés cotées, qui considèrent le dirigeant non plus comme un organe de la société, mais comme un mandataire, contractuellement lié aux actionnaires* »¹⁵⁴⁰.

¹⁵³⁸ Cet auteur cite notamment : les règles plus contraignantes applicables aux conventions dites « réglementées » conclues entre la société et les associés ; la tendance du préjudice social à englober dans la plupart des cas le préjudice individuel de l'actionnaire ; la qualité pour agir au nom de la société par la voie de l'action sociale *ut singuli* ; la représentation au procès par les dirigeants de la société et la privation, par conséquent, de la possibilité de faire tierce opposition au jugement qui condamne la société ; le refus d'accorder à l'associé le droit d'exercer l'action oblique pour le compte de la société contre ses créanciers.

¹⁵³⁹ D. Cholet, *La distinction des parties et des tiers appliquée aux associés*, D., 2004, p. 1141. Il cite à cet égard B. Oppetit, *Les rapports des personnes morales et de leurs membres*, th. Paris, 1963, qui dénonçait déjà les incohérences résultant de la distorsion entre la théorie de la personnalité morale et ses applications pratiques, et constatait que les solutions retenues en jurisprudence à propos de la qualification de partie ou de tiers des associés ne pouvaient s'expliquer que par ce qu'il appelait « *le mythe de la personnalité morale* ».

¹⁵⁴⁰ D. Cholet, *La distinction des parties et des tiers appliquée aux associés*, D., 2004, p. 1141.

600 - **Synthèse.** Si elle suscite encore des débats, il faut bien reconnaître que l'exigence de faute séparable est la conséquence parfaitement logique en matière de responsabilité civile de la théorie de la représentation et de l'écran de la personnalité morale et, pratiquement, de la réalité selon laquelle un dirigeant agit en principe dans l'intérêt de la société qu'il représente. Il en résulte assez naturellement qu'elle soit en principe, comme l'a décidé la jurisprudence, limitée aux tiers. Elle apparaît en outre conceptuellement adaptée au problème technique qui est de dissocier et d'articuler la responsabilité propre de la personne morale et celle de ses dirigeants qui y exercent des fonctions décisionnelles¹⁵⁴¹. On observera enfin que les critiques dont elle a fait l'objet sont désormais en bonne partie résolues. Elle a évolué en effet dans les dernières années en jurisprudence dans un sens moins favorable aux dirigeants, qui ne devraient plus dès lors bénéficier d'une impunité de fait¹⁵⁴², notamment de par la définition générale qui a été donnée de la faute séparable et de son assimilation à la faute pénale intentionnelle, ce qui est également de nature à réduire la pénalisation du contentieux dénoncée par certains. Cette évolution s'inscrit d'ailleurs dans un mouvement plus général de responsabilisation des dirigeants. La théorie de la faute séparable pourrait ainsi à l'avenir constituer une sorte de voie moyenne et raisonnable conciliant, dans une certaine mesure, les intérêts des dirigeants et de la société et les droits des victimes.

2 - Application à la communication financière

601 - **Le rôle résiduel de la théorie de la faute séparable en matière de communication financière.** Remarquons d'abord que le fait que la théorie de la faute séparable ne s'applique pas devant le juge pénal est loin d'avoir des conséquences négligeables en matière de communication financière. En effet, comme nous l'avons vu, la plupart des actions dans ce domaine sont pour l'instant engagées devant le juge pénal, pouvant alors conduire à une condamnation solidaire de la société et de ses dirigeants sans qu'il soit besoin de faire la preuve de la faute séparable desdits dirigeants. Tel a été le cas dans l'affaire *Sidel* par

¹⁵⁴¹ J.-F. Barbière, *Responsabilité de la personne morale ou responsabilité de ses dirigeants ? La responsabilité personnelle à la dérive*, in *Aspects actuels du droit des affaires : Mélanges en l'honneur de Yves Guyon*, Dalloz, 2003, p. 41, spéc. n° 5, p. 44.

¹⁵⁴² Les dirigeants peuvent, en outre, subir d'autres sanctions : sanctions disciplinaires (notamment la révocation), responsabilité civile à l'égard de la société dans le cadre d'une action sociale – celle-ci est toutefois rarement exercée –, et responsabilité pénale accompagnée éventuellement de constitutions de partie civile, celles-ci étant plus largement ouvertes aux tiers.

exemple¹⁵⁴³. La théorie de la faute séparable ne joue donc, en tout cas pour l'instant, qu'un rôle résiduel en matière de communication financière. Elle ne pourrait trouver à s'appliquer, quitte à être écartée du fait du caractère séparable de la faute, que si le juge civil était appelé, dans les années qui viennent, à être davantage saisi en ce domaine. C'est à cette situation que nous allons maintenant nous intéresser.

602 - **L'application à la communication financière devant le juge civil : la question relative au préjudice personnel de l'investisseur.** Evacuons d'emblée la question relative à l'existence d'un préjudice personnel de l'investisseur en cas d'information publique défectueuse qui, à notre sens, ne fait pas sérieusement difficulté. En effet, la solution, consistant à reconnaître le caractère personnel du préjudice subi par l'actionnaire du fait d'une violation de son droit à l'information¹⁵⁴⁴, a également été affirmée s'agissant de l'information adressée plus largement à l'ensemble du public des investisseurs. Ainsi, dans l'affaire *Gaudriot*, la chambre commerciale de la Cour de cassation a énoncé qu'« *ayant constaté que les actionnaires de la société soutenaient qu'ils avaient été incités à investir dans les titres émis par celle-ci et à les conserver en raison de fausses informations diffusées par les dirigeants, d'une rétention d'information et d'une présentation aux actionnaires de comptes inexacts, la cour d'appel en a exactement déduit que le préjudice ainsi invoqué revêtait un caractère personnel* »¹⁵⁴⁵. La même solution a d'ailleurs été retenue dans les autres décisions ayant indemnisé des investisseurs pour fausse information diffusée dans le public, que ce soit devant le juge pénal, notamment dans les affaires *Sidel*¹⁵⁴⁶ et *Régina Rubens*¹⁵⁴⁷, ou bien devant le juge civil, notamment dans les affaires *Flammarion* et *Marionnaud*.

¹⁵⁴³ V. T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, n° 0018992026, *Sidel*, préc., qui admet la double responsabilité de l'émetteur et des dirigeants, en se fondant toutefois, de manière erronée, sur l'article 1384 du Code civil, applicable en matière de responsabilité du fait d'autrui, alors que la responsabilité civile de la société pour les agissements de ses dirigeants est une responsabilité du fait personnel, les dirigeants agissant au nom et pour le compte de la société : « *l'action dont ils (les actionnaires minoritaires) disposent peut, en l'absence de dispositions particulières contraires, être intentée concurremment contre les dirigeants personnellement auteurs des infractions et contre la société en sa qualité de civilement responsable de ces dirigeants. Cette dernière action résulte des dispositions de l'article 1384 du Code civil dans les conditions prévues par ce texte. Il ne saurait être invoqué pour échapper à cette responsabilité la position particulière des dirigeants sociaux, président directeur général et directeur général dont le statut spécial est régi par des textes spécifiques. En effet, il est constant que les dirigeants sociaux ont été attirés à l'instance pénale dans le cadre de leurs fonctions. Ils agissaient alors au nom et pour le compte de la société qu'ils dirigeaient. Il est en outre observé que la société Sidel, personne morale, a pu bénéficier du produit des infractions ainsi commises* ».

¹⁵⁴⁴ Cf. *supra*.

¹⁵⁴⁵ Cass. com. 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, *Gaudriot*, préc.

¹⁵⁴⁶ CA, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, *Sidel*, préc. : « *le préjudice direct et personnel ainsi subi par les actionnaires en achetant ou conservant une action aux perspectives prometteuses surévaluées est distinct de celui subi par la société elle-même* ».

Cette solution ne peut qu'être approuvée, comme le reconnaît d'ailleurs depuis longtemps la doctrine¹⁵⁴⁸ : le préjudice subi en raison de fausses informations doit être considéré comme un préjudice personnel, et ce qu'il s'agisse de l'information adressée aux seuls actionnaires ou à l'ensemble du public dans le cas des sociétés cotées. En effet, ce préjudice, qu'on l'envisage comme une conséquence de l'altération de la décision – seule possibilité lorsque la société n'est pas cotée – ou bien également de l'altération du cours – lorsque la société est cotée –, ne saurait en aucune manière être considéré comme le corollaire d'un préjudice social. Et ce pour la simple raison que l'influence exercée sur le cours de bourse ou sur la décision de l'actionnaire ou de l'investisseur par la fausse information n'est pas la conséquence d'un appauvrissement de la société, mais, précisément, de cette fausse information. Ce préjudice apparaît même, il nous semble, comme l'exemple topique d'un préjudice personnel, et ce paradoxalement, alors même qu'il est par nature susceptible d'être subi par un grand nombre voire par la totalité des actionnaires ou des investisseurs. En conclusion, le critère du caractère personnel du préjudice ne constitue pas un obstacle à la mise en cause de la responsabilité civile des dirigeants par les investisseurs pour information publique défectueuse.

603 - L'application à la communication financière devant le juge civil : la question relative à la nature de l'investisseur. La question qui fait véritablement difficulté relativement à l'application de la théorie de la faute séparable à la communication financière est celle de la nature de l'investisseur. En effet, il est des investisseurs parmi les actionnaires, comme il est des actionnaires parmi les investisseurs¹⁵⁴⁹. La question de la nature de tiers ou d'actionnaire prend ainsi un retentissement particulier en droit financier, en ce que, sur les marchés

¹⁵⁴⁷ T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 22 janv. 2007, n° 0106896039, Régina Rubens, préc. : « les infractions (...) de diffusion dans le public d'informations fausses ou trompeuses peuvent donner lieu à la réparation d'un préjudice personnel pour un actionnaire contrairement au délit d'abus de biens sociaux absent de la présente affaire ».

¹⁵⁴⁸ V. notamment J. et E. Escarra et J. Rault, *Traité théorique et pratique de droit commercial, Les sociétés commerciales*, t. 4, *Sociétés par actions*, Sirey, 1959, spéc. n° 1608, p. 364 ; G. Chesné, *L'exercice ut singuli de l'action sociale dans la société anonyme*, RTD com., 1962, p. 347, spéc. n° 1 ; A. Couret, *Interrogation autour de la réparation du préjudice individuel de l'actionnaire*, RJDA, 1997/5, p. 391 ; F. Danos, *La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire*, RJDA, 5/08, p. 471, spéc. p. 478 ; D. Schmidt, *De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés « cotées » in bonis*, in *Études de droit privé : mélanges offerts à Paul Didier*, avant-propos M. Germain, préf. J. Foyer, Economica, 2008, p. 383, spéc. p. 385. Sur la question de la distinction du préjudice personnel et du préjudice social, v. également G.-A. Likillimba, *Le préjudice individuel et/ou collectif en droit des groupements*, RTD com., 2009, p. 1.

¹⁵⁴⁹ V. F. Drummond, *L'information des actionnaires et des investisseurs*, RJ com., 2005, hors-série, in *colloque de l'Association Droit et commerce, Entreprise : l'information et la rumeur*, p. 15 : « les "actionnaires", les "investisseurs" ... nous n'entrerons pas dans les raffinements de la distinction du contrat de société et du contrat d'investissement ni dans la distinction des actions et autres instruments financiers qui pourraient servir de support à la distinction des actionnaires et des investisseurs. Convenons que les catégories se recoupent, qu'il est des actionnaires parmi les investisseurs et des investisseurs parmi les actionnaires (...) ».

financiers, l'actionnaire est également un investisseur, ou plus exactement un membre du public auquel l'information a été délivrée. Ce n'est d'ailleurs sans doute pas un hasard si la question de pur droit des sociétés, consistant à déterminer la nature de l'actionnaire au regard de la théorie de la faute séparable, a été tranchée par la Cour suprême dans l'affaire *Gaudriot*, donc en matière de communication financière. Sa réponse a, en tout état de cause, été claire : la théorie de la faute séparable ne s'applique pas aux actionnaires ; et ce, bien qu'elle ne le dise pas expressément, y compris aux investisseurs en matière de communication financière, puisque tels étaient les faits de l'espèce. Elle est ainsi venue consacrer la qualité d'actionnaire de l'investisseur.

Cette solution, quoiqu'en dise la majorité de la doctrine, était loin d'être évidente et, pour tout dire, ne nous convainc pas, car, pour des raisons que nous détaillerons, c'est la qualité d'investisseur, et non d'actionnaire éventuel, qui doit primer sur les marchés financiers au regard de l'information publique délivrée par les sociétés cotées (a). Il est vrai toutefois que les conséquences pratiques n'en seraient que peu modifiées, la plupart des fautes d'information publique constituant des fautes pouvant être qualifiées de séparables, de sorte que de fait la théorie de la faute séparable serait également exclue (b).

a - La nature de tiers de l'investisseur

604 - **Le renouvellement du débat doctrinal : l'actionnaire investisseur inscrit dans les rapports externes à la société.** Un auteur, M. Frédéric Danos, a proposé ces dernières années une conception intermédiaire qui est venue renouveler le débat sur l'assimilation de l'associé à un tiers ou à la société dans le cadre d'une action en responsabilité exercée par l'associé à l'encontre d'un dirigeant, en apportant une nuance aux notions classiques de « *rapports internes* » et de « *rapports externes* » à la société par la prise en compte de la singularité de l'information financière¹⁵⁵⁰.

Rappelant d'abord que la doctrine a, depuis longtemps, mis à jour que, dans un groupement doté de la personnalité morale, il existe deux types de rapports, d'une part des rapports internes, qui concernent les rapports des membres du groupement entre eux et, d'autre part,

¹⁵⁵⁰ F. Danos, *La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire*, RJDA, 5/08, p. 471.

des rapports externes, qui concernent les rapports de la personne morale avec les tiers¹⁵⁵¹, il reprend alors l'idée classique selon laquelle, si la faute a été commise dans le cadre des rapports internes à la société, c'est-à-dire des rapports entre les membres du groupement entre eux, l'actionnaire et le dirigeant fautif sont dans une relation directe sans que la personne morale ne puisse s'interposer, et l'actionnaire ne peut alors être regardé comme un tiers à l'égard de la personne morale. Ainsi, bien que son préjudice soit distinct de celui de la société, l'actionnaire doit dans ce cas être traité comme un membre de la personne morale parce que, précisément, ledit préjudice a été subi dans le cadre de rapports internes à la société : son action individuelle doit alors s'aligner sur l'action dont dispose la société elle-même contre le dirigeant fautif¹⁵⁵². Il définit d'ailleurs précisément ce à quoi correspondent les « *rapports internes* » à la société : « *ces rapports visent, par nature, les relations entre actionnaires au sein de la société et les relations entre les différents organes sociaux et ces actionnaires. Plus précisément, les rapports internes à la société vont concerner ceux, notamment, qui régissent l'équilibre et la répartition des pouvoirs et des droits de vote entre les actionnaires au sein de la société, l'exercice de ces pouvoirs et droits de vote ou de ceux qui en sont l'accessoire (droit à l'information, droit de participation aux décisions collectives et droit d'intervention) et, enfin, les modalités de répartition des bénéfices ou du boni* »¹⁵⁵³. Ainsi, lorsque le dirigeant méconnaît les droits propres ou les droits individuels de l'actionnaire, tels que le droit de vote, le droit à l'information ou le droit aux dividendes ou aux bénéfices, ce qui a

¹⁵⁵¹ F. Danos, art. préc., n° 14 et 15, p. 478, montre que l'existence et la distinction au sein d'un groupement doté de la personnalité morale de rapports internes et de rapports externes à la personne morale ont été progressivement affirmées et affinées par la doctrine. Il cite notamment à cet égard L. Michoud, *La théorie de la personnalité morale et son application en droit français*, 2^e partie, *La vie des personnes morales, leur suppression et ses conséquences*, par L. Trotabas, LGDJ, 2^e éd, 1924, n° 167 et s., spéc. n° 167 à 175 : « *il y a dans toute personne morale une sorte de vie intérieure qui est réglée par la personne morale elle-même...Ce pouvoir intérieur découle directement de l'existence du groupement organisé...Ce pouvoir comprend, dans une mesure plus ou moins large, le droit de réglementer...les rapports internes du groupement (nomination, révocation et compétence des organes, droits et obligations des membres en ce qui concerne la vie corporative) ; et le droit d'appliquer [les] statuts aux membres et aux organes du groupe* » ; H. Temple, *Les sociétés de fait*, préf. J. Calais-Auloy, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 141, 1975, n° 537 et s. ; J.-P. Gastaud, *Personnalité morale et droit subjectif : essai sur l'influence du principe de personnalité morale sur la nature et le contenu des droits des membres des groupements personnalisés*, préf. J.-P. Sortais, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 149, 1977, n° 14 et s. ; N. Mathey, *Recherches sur la personnalité morale en droit privé*, th. Paris II, dir. L. Leveneur, 2001, n° 657 à 665 ; B. Dondero, *Les groupements dépourvus de la personnalité juridique en droit privé : contribution à la théorie de la personnalité morale*, préf. H. Le Nabasque, th. PUAM, 2006, n° 5. Plus récemment, les partisans de la théorie du « *contrat-organisation* » ont dissocié l'organisation, qui concerne les aspects internes de la société, et la personnalité morale, qui s'analyserait comme une manifestation de l'opposabilité de cette organisation (v., sur le contrat-organisation, P. Didier, *Brèves notes sur le contrat-organisation*, in *L'avenir du droit : mélanges en hommage à François Terré*, PUF, Dalloz, éd. du Juris-Classeur, 1999, p. 635 s. ; P. Hoang, *La protection des intérêts des tiers face aux associations : contribution à la notion de contrat-organisation*, préf. P. Didier, éd. Panthéon-Assas, 2002).

¹⁵⁵² F. Danos, art. préc., n° 16, p. 478.

¹⁵⁵³ F. Danos, art. préc., n° 17, p. 480.

notamment pour objet ou pour effet de porter atteinte à l'équilibre et à la répartition des pouvoirs et droits de vote et/ou aux modalités de répartition des bénéfices au sein de la société¹⁵⁵⁴, il est dans un lien direct avec les actionnaires, sans que la personne morale ne puisse faire écran. Ceux-ci peuvent donc engager une action en responsabilité à son encontre sans avoir à démontrer une faute séparable des fonctions.

Jusque-là, rien que de très classique : c'est le simple rappel, courant en doctrine, qu'en principe la personne morale n'intervient pas dans les rapports internes. Là où l'analyse de M. Frédéric Danos est novatrice, c'est du point de vue des rapports externes en ce qu'il montre que ces derniers, s'ils concernent classiquement les relations entre la société et les tiers, peuvent également couvrir celles existant entre la société et ses actionnaires. En effet, explique-t-il, une personne morale est susceptible d'entretenir des rapports avec un de ses actionnaires dans les mêmes conditions que ceux qu'elle établit avec les tiers : cet actionnaire s'inscrit alors dans des rapports externes, et non plus internes, avec celle-ci. Au regard du régime, la conséquence est alors fondamentale : l'actionnaire doit alors être pleinement considéré comme un tiers puisque, dans le cadre des rapports externes, le principe de l'autonomie de la personne morale et celui de la séparation, de la distinction de cette dernière avec ses membres doivent jouer sans entrave¹⁵⁵⁵. Cette dimension avait d'ailleurs déjà été pressentie par Oppetit dans sa thèse soutenue en 1963 : *« il semble qu'il soit possible de répartir [les rapports entre la personne morale et ses membres] en deux catégories, selon que la personne morale entretient des rapports avec ses membres pris en tant que tels, ou bien au contraire qu'elle entre en relation avec eux de la même façon qu'avec des étrangers au*

¹⁵⁵⁴ La Cour de cassation a admis par exemple la recevabilité d'une action en responsabilité intentée par les associés contre le repreneur d'une société qu'il avait mise au préalable en difficulté à la seule fin d'en prendre le contrôle, par une augmentation de capital imposée aux actionnaires constitutive d'une violence caractérisée par la menace de la ruine de cette société ; le préjudice personnel subi par les actionnaires consistait dans la dilution massive et dans la perte de la majorité en assemblée générale consécutives à l'augmentation de capital (Cass. com. 18 févr. 1997, n° 94-19.272 : Dr. sociétés, 1997, comm. 75, obs. Th. Bonneau ; LPA, 31 août 1998, p. 12, note J.-L. Courtier ; Bull. Joly Sociétés, 1997, p. 408, § 173, note J.-J. Daigre ; RD bancaire et bourse, mars-avr. 1997, p. 70, obs. M.-A. Frison-Roche et M. Germain ; D., 1998, somm., p. 181, obs. J.-C. Hallouin ; RJDA, 5/97, n° 659). Il en est de même en cas de surévaluation d'un apport en nature, la chambre commerciale de la Cour de cassation ayant été amenée à juger que *« la surévaluation des apports faits par un associé, qui se traduit par une majoration infondée de la participation de l'apporteur au capital social, cause de ce fait aux autres associés un préjudice qui n'est pas le corollaire de celui que subit la société et dont ceux-ci sont par suite recevables à demander réparation »* (Cass. com. 28 juin 2005, n° 03-13.112, SA Total Fina Elf et autre c/ ST2 KPMG et autres : LPA, 11 oct. 2005, n° 202, p. 7, note J.-F. Barbière ; JCP E, 2005, n° 1325, p. 1492, note H. Hovasse ; Dr. sociétés, 2005, comm. 209, obs. H. Lécuyer ; Bull. Joly Sociétés, 2006, n° 1, p. 80, § 12, note S. Messaï-Bahri ; LPA, 9 juin 2006, n° 115, p. 9, note I. Krimmer ; RJDA, 10/05, p. 924, B. Petit, rapport sous Cass. com. 28 juin 2005 ; RJDA, 10/05, n° 1107).

¹⁵⁵⁵ F. Danos, art. préc., n° 22, p. 482.

groupement. Les rapports juridiques de la personne morale et de ses membres peuvent donc revêtir deux aspects qui, tous deux, supposent l'indépendance des personnes juridiques en présence : mais les membres n'ont pas la même qualité dans l'une ou l'autre de ces situations ; dans un cas, les rapports découlent directement de la participation au groupement et ils sont liés à la qualité de membres ; dans l'autre hypothèse, les membres se trouvent, en principe, à l'égard de la personne morale, dans la même situation que s'ils n'avaient pas été engagés envers elle par leur appartenance au groupement, si bien que l'on est en droit de se demander s'ils ne sont pas des tiers pour la personne morale »¹⁵⁵⁶.

En conséquence, dans le cadre de ces rapports, l'actionnaire, à l'instar de tout tiers, ne peut agir en responsabilité qu'à l'encontre de la société, dont la personnalité morale fait écran entre lui et le dirigeant fautif, et, seulement en cas de faute séparable des fonctions, contre le dirigeant lui-même. Concernant la définition de ces rapports externes qui pourraient également concerner les actionnaires, l'auteur ajoute qu'ils trouvent un terrain d'élection dans le cas de l'information financière, celle-ci étant destinée au public en général et non pas aux seuls actionnaires, dans le cadre des rapports internes de la société, en vue notamment de l'approbation des comptes par l'assemblée générale annuelle¹⁵⁵⁷. En conclusion, l'apport essentiel de cette doctrine est ainsi de montrer que les associés peuvent également, comme des tiers, se trouver dans des rapports externes à la société, ce qui justifie l'application de la théorie de la faute séparable du fait de l'interposition de la personne morale. Il en résulte que, selon la nature des actes des dirigeants, les actionnaires doivent être soit considérés comme des tiers à la société, soit assimilés à celle-ci.

605 - La nature de tiers de l'investisseur actionnaire dans le cadre de la communication financière. A notre sens, la question de savoir si, sur les marchés financiers, l'investisseur doit être considéré comme un tiers ou comme un actionnaire, dès lors bien sûr qu'il a formellement cette qualité du fait qu'il détient au moins une action de l'émetteur, ne peut

¹⁵⁵⁶ B. Oppetit, *Les rapports des personnes morales et de leurs membres*, th. Paris, 1963, p. 74 et 75. V. encore auparavant L. Michoud, *La théorie de la personnalité morale et son application en droit français*, 2^e partie, *La vie des personnes morales, leur suppression et ses conséquences*, par L. Troabas, LGDJ, 2^e éd, 1924, n° 171., p. 6-7, précisant qu'une corporation pouvait avoir des rapports juridiques avec un de ses membres dans les mêmes conditions qu'avec un tiers : « ils intéressent la portion de personnalité du membre qui ne s'est pas engagée dans le lien collectif, portion qui ne disparaît jamais complètement, aucune corporation n'absorbant entièrement la vie individuelle de ses membres... Dans ces rapports, le lien corporatif, la qualité de membre, la constitution intérieure de la personne morale n'entrent pas en cause : ils sont réglés par le droit qui régit les rapports entre personnalités étrangères l'une à l'autre ».

¹⁵⁵⁷ F. Danos, art. préc., n° 24, p. 482 et 483.

recevoir de réponse générale. Il ne peut y répondre qu'au cas par cas, pour chaque situation donnée. La question de l'assimilation de l'associé à la société ou à un tiers a ainsi dû être posée au regard du problème spécifique du régime de la responsabilité civile des dirigeants sociaux ; celle, encore plus spécifique, de la nature de l'investisseur actionnaire doit être envisagée dans le cadre particulier de l'information publique défectueuse.

À cet égard, l'analyse doctrinale proposée récemment par M. Frédéric Danos, faisant dépendre la qualité de l'actionnaire – membre du groupement ou tiers - en fonction des actes accomplis par les dirigeants, nous paraît constituer un cadre conceptuel adapté. Il nous semble en effet que le principe d'assimilation à la société de l'actionnaire doit prévaloir dans les relations où, précisément, cette qualité importe, c'est-à-dire essentiellement dans le cadre des relations entre actionnaires au sein de la société et des relations entre les différents organes sociaux et ces actionnaires, ce qui couvre la répartition et l'exercice des pouvoirs et des droits de vote (et des droits qui en sont l'accessoire, soit le droit à l'information, le droit de participation aux décisions collectives et le droit d'intervention), et la répartition des bénéfices ou du *boni*¹⁵⁵⁸. La personne morale ne fait alors pas écran et l'actionnaire doit pouvoir agir en responsabilité directement contre le dirigeant fautif sans avoir à prouver une faute séparable des fonctions. En revanche, lorsque la société est en relation avec l'actionnaire comme elle le serait avec un tiers, c'est le principe de distinction qui doit prévaloir et conduire ainsi à considérer l'actionnaire comme un véritable tiers. L'actionnaire ne peut alors agir en responsabilité qu'à l'encontre de la société, qui fait en principe écran entre lui et le dirigeant, et seulement en cas de faute séparable des fonctions contre le dirigeant fautif.

Or, comme il a été dit, le cas de l'information publique défectueuse est, à cet égard, topique. L'information exigée par le Code de commerce au profit des actionnaires, qui s'apparente « à celle que le mandataire doit à son mandant »¹⁵⁵⁹, consiste pour les dirigeants à leur rendre compte de leur gestion et, ce faisant, à éclairer leur décision pour que, par leur vote, ceux-ci confortent ou sanctionnent leur gestion¹⁵⁶⁰. L'information exigée notamment par le Code monétaire et financier au profit des investisseurs est, elle, d'« une nature profondément

¹⁵⁵⁸ F. Danos, *La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire*, RJDA, 5/08, p. 471, spéc. n° 17, p. 480.

¹⁵⁵⁹ V. F. Drummond, art. préc., p. 17.

¹⁵⁶⁰ *Ibid.*

différente »¹⁵⁶¹. Consistant notamment en une obligation d'information « occasionnelle », sorte d'information précontractuelle due par l'émetteur afin d'éclairer la décision d'investissement des investisseurs potentiels lors des offres au public de titres, et en une obligation d'information permanente, imposant à l'émetteur coté de porter à la connaissance du public, dès que possible, toute information privilégiée le concernant, elle présente deux caractéristiques qui la distinguent fondamentalement de l'information exigée par le droit des sociétés. D'une part, elle s'adresse à l'ensemble du marché, et donc à l'ensemble des investisseurs, c'est-à-dire des actionnaires potentiels, et non aux seuls actionnaires existants¹⁵⁶². D'autre part, elle est tout entière organisée afin d'assurer les deux objectifs généraux du droit financier : le bon fonctionnement du marché, auquel l'information permanente est indispensable en ce qu'elle assure la formation du cours de bourse et évite la triche par les opérations d'initié¹⁵⁶³ ; et la protection des investisseurs, en ce que l'information publique éclaire la décision d'investissement¹⁵⁶⁴. On le voit, ces finalités dépassent largement l'objectif d'information des seuls membres de la société, auxquels l'on rend compte parce qu'ils ont accepté de courir le risque de l'activité sociale.

Il en résulte qu'au regard de la délivrance de cette information financière publique, l'actionnaire est dans la situation, vis-à-vis de la société, de n'importe quel investisseur¹⁵⁶⁵. Sa qualité d'actionnaire n'emportant pas de conséquence particulière, il doit par conséquent être

¹⁵⁶¹ *Ibid.*, p. 19.

¹⁵⁶² V. ainsi, sur ce point, A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1503, à propos du devoir de loyauté du dirigeant : « le dirigeant d'une société cotée ne peut pas traiter les actionnaires différemment que le public car la transparence due par la société qu'il dirige a pour créateur le public et non les seuls actionnaires. En d'autres termes, l'égalité de traitement du public, quelle que soit sa composition, conduit à effacer le lien privilégié existant entre le dirigeant et chaque actionnaire pour ne laisser subsister que celui unissant la société, ses dirigeants et le public, dont font partie les actionnaires ». V. déjà en ce sens D. Poracchia, note sous CA Paris, 25^e ch. sect. B, 26 sept. 2003, Dr. et patr., nov. 2004, n° 131, p. 93, y voyant un certain paradoxe dans le domaine des sociétés cotées où se développe, de façon privilégiée, la théorie du gouvernement d'entreprise.

¹⁵⁶³ F. Drummond, art. préc., p. 19.

¹⁵⁶⁴ *Ibid.*, remarquant que « l'information de l'investisseur a donc une double fonction : elle éclaire la décision d'investissement et elle fait le prix ». On retrouve la *summa divisio* entre altération de la décision et altération du cours.

¹⁵⁶⁵ Le constat est d'ailleurs ancien. V. ainsi Ph. Didier, *Les fonctions de la responsabilité civile des dirigeants sociaux*, in *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque du 16 déc. 2002, dir. R. Vatinet, Rev. sociétés, 2003, p. 238, p. 240, à propos de l'affaire des *Frères Péreire* à la fin du Second Empire. La société des Frères Péreire avait émis un grand nombre d'actions et d'obligations tout en diffusant des informations comptables trompeuses pour inciter à leur souscription. Des procès furent intentés aux dirigeants par un certain nombre d'investisseurs. La Cour d'appel de Paris débouta les investisseurs qui n'étaient pas déjà actionnaires au motif que les dirigeants n'étaient tenus de diligence particulière qu'à l'égard des actionnaires (CA Paris, 1^{er} août 1868 : DP, 1869, 2, 65 ; CA Paris, 16/22 avr. 1870 : DP, 1870, 2, 121). La Cour de cassation les censura au motif que tous les investisseurs devaient bénéficier des mêmes diligences (Cass. civ. 11 nov. 1873 : S., 1874, 1, 97). La question était, en quelque sorte, inversée dans cette affaire, puisqu'il s'agissait de savoir si les investisseurs devaient être traités comme les autres actionnaires, mais elle porte sur le même constat : la nécessité d'assurer une information égalitaire de l'ensemble du public.

regardé comme un tiers à la société¹⁵⁶⁶, ne pouvant engager que la responsabilité de l'émetteur et éventuellement, s'il apporte la preuve d'une faute séparable de leurs fonctions, celle des dirigeants. La solution prévalant aujourd'hui en jurisprudence, depuis l'arrêt *Gaudriot*, nous paraît donc, théoriquement du moins, critiquable.

b - Le maintien de l'exclusion de la faute séparable

606 - **Le maintien de l'exclusion de la faute séparable.** La solution rendue dans la jurisprudence *Gaudriot*, à notre sens théoriquement infondée, a été adoptée dans le cadre d'une politique jurisprudentielle, visant à faciliter la mise en cause de la responsabilité civile des dirigeants sociaux par l'exclusion de la théorie de la faute séparable (i). La solution inverse, consistant à considérer l'investisseur comme un tiers, aurait pourtant conduit, pour l'essentiel, au même résultat consistant, certes à ne pas à exclure d'office la théorie elle-même, mais à retenir le caractère séparable de la plupart des fautes d'information (ii).

i - L'investisseur considéré comme un actionnaire : l'exclusion de la théorie de la faute séparable

607 - **Une solution adoptée dans le cadre d'une politique jurisprudentielle.** La solution rendue dans l'arrêt *Gaudriot* nous paraît théoriquement critiquable en ce qu'elle pose une solution générale, la non-application de la théorie de la faute séparable à l'ensemble des actionnaires, sans distinguer la situation pourtant bien spécifique de l'information publique défectueuse émise par une société cotée et donc adressée à l'ensemble des investisseurs, et ce alors même qu'elle se prononçait précisément dans cette hypothèse. Or, comme nous venons de le démontrer, l'actionnaire de la société cotée, qui subit un préjudice du fait de l'information publique défectueuse y relative, doit être considéré comme un tiers à part entière et non comme un membre de cette société au regard de l'application de la théorie de la faute séparable. On observera d'ailleurs avec intérêt qu'alors que l'impérialisme du droit financier,

¹⁵⁶⁶ En ce sens également, P.-Y. Chabert, in *La gouvernance dans les sociétés anonymes, un bouclier pour les dirigeants*, colloque, dir. Y. Paclot, Rev. Lamy dr. aff., 200941, supplément : « l'actionnaire agit comme un tiers, l'information financière étant, par les termes mêmes de la réglementation, dirigée à l'attention du public de manière générale. L'information financière vise à informer les actionnaires mais également les investisseurs destinés à potentiellement devenir des actionnaires de la société. Le cadre juridique est celui de la responsabilité à l'égard des tiers ».

ou plus exactement du droit des sociétés cotées, est souvent pointé du doigt, en ce qu'il vient dicter les solutions s'imposant en droit commun des sociétés, c'est le contraire qui s'est ici produit. La Cour de cassation vient trancher un problème de droit commun des sociétés – assimilation des associés aux tiers ou pas au regard de la théorie de la faute séparable – dans une affaire relative à une société cotée, et donc en faisant fi du particularisme tenant au caractère public des informations délivrées par les sociétés cotées. C'est le droit commun des sociétés qui dicte cette fois la solution devant prévaloir en droit des sociétés cotées. Et ce, quoi qu'en dise la majorité de la doctrine¹⁵⁶⁷, de façon conceptuellement erronée, car c'est le particularisme du droit financier (caractère public et spécifique de l'information délivrée au marché par une société cotée) qui aurait clairement dû l'emporter, dans le problème de droit spécifique que posait cette espèce, sur le particularisme du droit des sociétés (qualité de membre du groupement de l'actionnaire).

Si la Cour suprême a fait prévaloir la qualité d'actionnaire sur celle d'investisseur, au mépris du particularisme de l'information publique délivrée par les sociétés cotées, c'est sans aucun doute dans un but de politique jurisprudentielle : afin de favoriser l'action en responsabilité civile des investisseurs sur le marché secondaire à l'encontre des dirigeants sociaux et de renforcer ainsi la fonction dissuasive. La preuve en est d'ailleurs que la Cour s'est en réalité fort peu préoccupée de la qualité effective d'actionnaire des investisseurs parties à l'action. En effet, si comme elle l'affirme, la théorie de la faute séparable ne doit pas s'appliquer aux actionnaires quels qu'ils soient, pourquoi applique-t-elle également cette solution aux investisseurs non actionnaires ? En toute logique, la solution n'aurait dû s'appliquer qu'à l'égard des investisseurs qui avaient déjà la qualité d'actionnaires au moment de la commission du fait générateur de responsabilité (c'est-à-dire lors de la diffusion de la fausse information), soit ceux ayant conservé leurs actions sur la foi des fausses informations soit ceux ayant acquis de nouvelles actions au moment de cette diffusion alors qu'ils en détenaient déjà (ou ayant vendu leurs actions, dans le cas symétrique d'une information négative). Les autres investisseurs, c'est-à-dire ceux qui avaient acquis des actions, sans en détenir déjà et

¹⁵⁶⁷ Cf. *supra*. V. notamment N. Spitz, note sous Cass. com. 9 mars 2010, RTDF, 2010, n° 2, p. 60, spéc n° 35, p. 70, qui estime que l'arrêt par la chambre commerciale de la Cour de cassation dans l'affaire *Gaudriot* a « le mérite d'exclure explicitement l'application de la théorie de la faute séparable des fonctions de l'action en responsabilité civile engagée par les actionnaires à l'encontre des dirigeants ». V. auparavant M. Storck, note sous Cass. com. 22 nov. 2005, RTD com., 2006, p. 445, n° 85, p. 448 ; et les interrogations de J.-P. Mattout, *Information financière et responsabilité des dirigeants*, in *Information financière et responsabilité*, colloque, dir. H. Synvet, RDBF, 2004.

donc sans avoir encore la qualité d'actionnaires, au moment de la diffusion de la fausse information, ne pouvaient donc être considérés comme des actionnaires puisqu'ils n'avaient pas cette qualité lors de la commission du fait générateur ; ils ne pouvaient donc être tenus que pour des tiers à la société ayant par conséquent à prouver la faute détachable afin de mettre en cause la responsabilité civile des dirigeants avec lesquels ils n'étaient pas en relation directe¹⁵⁶⁸. Il est remarquable de constater que cette distinction n'a pas été retenue dans l'affaire *Gaudriot*, l'ensemble des investisseurs ayant été considérés par la Cour comme des actionnaires, et ce alors même qu'un certain nombre d'entre eux avait certainement souscrit, pour la première fois, aux différentes augmentations de capital au vu ou concomitamment à la diffusion des informations exagérément positives émanant de la société.

Il est vrai que la Cour de cassation, en définissant le préjudice comme la perte de chance pour 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 d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé, s'est mise en partie à l'abri de la critique puisque, selon elle, les investisseurs ont subi un préjudice non seulement en acquérant des actions, mais également en les conservant par la suite donc à un moment où ils avaient la qualité d'actionnaires¹⁵⁶⁹. Il en est de même pour la cour d'appel qui avait considéré que subissaient un préjudice personnel les actionnaires qui avaient été incités à souscrire ou à conserver des titres par les manœuvres avérées des dirigeants¹⁵⁷⁰. Toutefois, il aurait alors fallu, en toute logique, distinguer entre le préjudice lié à l'acquisition pour lequel les investisseurs n'avaient pas encore la qualité d'actionnaires – à moins de détenir déjà des actions *Gaudriot* - et donc pour lequel le critère de la faute séparable devait s'appliquer, et le

¹⁵⁶⁸ V. en ce sens R. Vatinet, *La réparation du préjudice causé par la faute des dirigeants sociaux devant les juridictions civiles*, in *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque, dir. R. Vatinet, Rev. sociétés, 2003, p. 247, spéc. n° 26, p. 257 : « ce deuxième cas de figure semble se présenter de manière relativement fréquente aujourd'hui : c'est celui de l'investisseur qui vient d'acquérir des actions ou souscrire à une augmentation de capital sur la foi de mauvaises informations véhiculées par un dirigeant social. L'information était due par la société. Elle a été communiquée à une personne qui n'était pas encore actionnaire. La personnalité morale externe devrait alors pouvoir jouer pleinement son rôle. C'est en tant que représentant de la société que le dirigeant a transmis au public une information à laquelle cette dernière était tenue. Une responsabilité devrait alors incontestablement peser sur la société – qui aurait pour effet de renforcer le contrôle exercé sur le dirigeant à cet égard ».

¹⁵⁶⁹ Cass. com. 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, *Gaudriot*, préc.

¹⁵⁷⁰ CA Limoges, ch. civ. 1^{er} sect., 6 oct. 2008, n° 07/00286, *Gaudriot*, préc. La cour d'appel n'avait toutefois pas tiré toutes les conséquences de cette solution puisqu'elle avait considéré que le préjudice des actionnaires était au minimum de l'investissement qu'ils avaient réalisé sur la base des renseignements inexacts portés à leur connaissance. Il semble donc qu'il s'agissait d'un préjudice uniquement lié à l'acquisition et non à la conservation des titres.

préjudice lié à la conservation pour lequel les investisseurs avaient par définition la qualité d'actionnaires et n'avaient donc pas à prouver la faute séparable. Il est vrai qu'il s'agit de distinctions particulièrement difficiles à mettre en œuvre en pratique dans un contentieux de masse.

On voit mal en effet les juges du fond se livrer à un tel exercice alors que l'utilisation de la notion de perte de chance a précisément pour objectif de simplifier et de faciliter le contentieux en procédant à une évaluation forfaitaire du préjudice. La distinction en outre aurait peu, pour ne dire pas, d'intérêt : pour quelles raisons appliquer un régime différent à des investisseurs ayant subi un préjudice similaire au prétexte fortuit qu'ils fussent déjà ou pas actionnaires ? On le sent bien, cette observation de nature pratique confirme notre analyse théorique selon laquelle c'est la qualité d'investisseur qui prime, et non celle d'actionnaire. Elle confirme également, selon nous, l'idée que la solution rendue par la Cour suprême dans l'affaire *Gaudriot* relativement à la faute séparable a été adoptée dans le but de politique juridictionnelle de renforcer la mise en cause de la responsabilité civile des dirigeants sociaux sur le marché secondaire, et ce par l'ensemble des investisseurs, peu important leur qualité effective d'actionnaire. De la même façon d'ailleurs que la limitation de la réparation au préjudice de perte de chance abstraite à laquelle elle a procédé répondait également à une finalité de politique juridique de simplifier et donc de faciliter le contentieux pour information publique défectueuse sur le marché secondaire, comme l'ont relevé avec pertinence certains auteurs¹⁵⁷¹.

Dans l'ensemble, la jurisprudence *Gaudriot* répond ainsi bien plus à une volonté politique de promouvoir un contentieux, qu'elle ne livre une analyse juridiquement rigoureuse de la responsabilité civile sur le marché secondaire. On regrettera toutefois qu'elle ne puisse pas s'appliquer à l'ensemble des investisseurs, mais seulement aux actionnaires (plus précisément à ceux déjà actionnaires ou l'étant devenus lors de la diffusion de l'information publique défectueuse). En effet, qu'en est-il des obligataires, voire des porteurs de valeurs mobilières composées dont le titre primaire est un titre de dette et le titre secondaire un titre de capital (c'est-à-dire des obligations convertibles en actions, des obligations échangeables en actions, des obligations remboursables en actions, des obligations à bon de souscription d'action, etc.),

¹⁵⁷¹ V. J. Chacornac, *op. cit.*, n° 886 et s. ; A. Gaudemet, *Réparation du préjudice boursier : l'hypothèse d'une politique jurisprudentielle*, Bull. Joly Bourse, juill. 2014, p. 340.

et qui sont considérés comme des obligataires¹⁵⁷² ? Voire encore des investisseurs ayant acquis un titre dérivé ayant pour sous-jacent une action ou conclu un contrat à terme ayant un tel sous-jacent ? Si l'on s'en tient à la jurisprudence *Gaudriot*, ils devront, n'ayant pas la qualité d'actionnaires, prouver la faute séparable pour engager la responsabilité des dirigeants sociaux. On le voit, pour ces investisseurs, le but de politique juridique recherché n'est pas atteint.

608 - **Conséquences dans la société *in bonis* : exclusion de la faute séparable et responsabilité *in solidum* du dirigeant et de la société.** Le but de politique juridictionnelle de la Cour suprême dans l'arrêt *Gaudriot* a été probablement d'exclure la faute séparable pour faciliter la mise en cause de la responsabilité civile des dirigeants sociaux et donc d'assurer la fonction indemnitaire, la société étant tombée en faillite dans cette espèce. Il est probable cependant que la Cour suprême souhaite également maintenir la responsabilité de l'émetteur, tout du moins lorsqu'il sera *in bonis*, en ce qu'il sera généralement le débiteur le plus solvable dans des actions pouvant atteindre des montants colossaux¹⁵⁷³ qui la plupart du temps seront trop lourds à supporter, non seulement pour le dirigeant social lui-même¹⁵⁷⁴, mais aussi pour les compagnies d'assurance dont les capacités ne sont pas illimitées. La responsabilité civile devrait donc se traduire, pour atteindre un double objectif indemnitaire et dissuasif, par une condamnation *in solidum*¹⁵⁷⁵ de l'émetteur et de ses dirigeants.

Or, l'on peut se demander à cet égard si le but est bien atteint : les juridictions civiles pourront-elles bien prononcer une condamnation *in solidum* de la société et des dirigeants

¹⁵⁷² On se souvient que, dans l'affaire *Métrologie International*, même les porteurs d'obligations remboursables en actions, alors même qu'ils sont par nature destinés à devenir actionnaires en ce qu'ils n'ont pas d'autre option pour obtenir le remboursement de leur obligations, ont été considérés formellement comme des obligataires (CA Versailles, 17 nov. 1994, *Métrologie International*, confirmé sur ce point par Cass. com. 13 juin 1995, n° 94-21.003 et 94-21.436, *Métrologie International*). V. Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 106 et les références citées, et n° 107.

¹⁵⁷³ Sur le montant des indemnités civiles prononcées aux Etats-Unis dans les transactions les plus médiatisées de ces dernières années, v. le site internet suivant réalisé en collaboration avec l'Université de droit de Stanford : www.securities.cornestone.com. En France, le montant des dommages évalués par les juridictions a pu atteindre 5 300 000 euros dans l'affaire *Sedri*, 1 807 000 euros dans l'affaire *Sidel* et 1 410 000 euros dans l'affaire *Gaudriot*. En outre, ces sommes n'incluent pas les intérêts qu'elles ont pu produire (ces chiffres sont tirés de N. Spitz, *op. cit.*, n° 315).

¹⁵⁷⁴ V. R. Vatinet, *La réparation du préjudice causé par la faute des dirigeants sociaux devant les juridictions civiles*, in *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque, dir. R. Vatinet, Rev. sociétés, 2003, p. 247, spéc. n° 6, p. 249, considérant que le principe de la réparation intégrale n'est pas adapté aux fautes commises par les dirigeants sociaux et faisant constater d'ailleurs qu'en matière de procédure collective, en cas d'action en responsabilité pour insuffisance d'actif, les dirigeants sociaux peuvent n'avoir à combler qu'une partie du passif, souvent calculée en fonction de leur capacité contributive, alors que la réparation intégrale demeure la règle tant que la société est *in bonis*.

¹⁵⁷⁵ Pour plus de détails sur la responsabilité *in solidum*, v. *infra*.

sociaux en application de la jurisprudence *Gaudriot* ? En effet, dans une analyse de pur droit des sociétés, est-il bien normal, si l'on considère que l'investisseur est avant tout un actionnaire, de lui permettre d'engager la responsabilité civile de la personne morale, comme cela s'est fait dans de nombreuses affaires, alors qu'il est en relation directe avec les dirigeants dans le cadre des rapports internes, sans que la personne morale ne fasse écran ou n'exerce de fonction de représentation ? N'est-ce pas à eux et non à la société que l'actionnaire doit demander des comptes ? Ainsi, M. Hervé Le Nabasque écrit, pour justifier la solution retenue par la chambre commerciale de la Cour de cassation dans l'affaire *Gaudriot*, que les rapports des dirigeants avec les associés eux-mêmes « *ne doivent rien à cet écran que constitue la personnalité morale, ni à la théorie de la représentation qui n'a de sens que pour les besoins de la "mise en mouvement" de l'être "moral" dans ses rapports avec les tiers. En voudrait-on la preuve qu'il ne viendrait à l'idée de personne – du moins on l'imagine – d'envisager que la société elle-même (l'être moral qu'elle constitue) puisse engager sa responsabilité envers les associés pour fautes commises par ses dirigeants dans l'exercice de leurs fonctions, alors qu'en bonne logique, s'il fallait faire donner la construction de la faute détachable dans cet ordre de rapports, cette conséquence serait inéluctable chaque fois que la faute apparaîtrait "non détachable" des fonctions du dirigeant* »¹⁵⁷⁶. Pourtant, en matière d'information financière, la jurisprudence accepte sans difficulté de retenir la responsabilité civile de l'émetteur à l'égard des investisseurs, fussent-ils actionnaires¹⁵⁷⁷. On le perçoit, de ce point de vue encore, sur les marchés financiers, l'actionnaire est avant tout un investisseur au regard de l'information publique délivrée sur la société cotée.

Il nous semble toutefois en tout état de cause que même si l'on s'en tient à la jurisprudence *Gaudriot* assimilant l'investisseur à un actionnaire, l'action de l'investisseur contre l'émetteur, même pris en sa qualité d'actionnaire, ne peut lui être refusée. En effet, l'on ne peut faire prévaloir une analyse doctrinale de droit des sociétés fondée sur la distinction entre rapports internes et externes, sur des dispositions légales, voire de valeur constitutionnelle. En effet, d'une part, la recevabilité de l'action civile n'est conditionnée devant le juge civil qu'à l'existence d'un « *intérêt légitime* » en vertu de l'article 31 du Code de procédure civile. Or, il

¹⁵⁷⁶ H. Le Nabasque, note sous Cass. com. 9 mars 2010, Rev. sociétés, 2010, p. 230.

¹⁵⁷⁷ V. notamment les affaires *Eurodirect Marketing*, *Flammarion* et *Marionnaud* au civil ou *Sidel* au pénal.

nous semble que le préjudice subi par l'actionnaire en cas d'information publique défectueuse présente bien ces conditions ; l'action devrait donc être recevable devant le juge civil. D'autre part et surtout, l'article 1382 du Code civil¹⁵⁷⁸ prévoit un principe général de responsabilité pour faute, à valeur constitutionnelle. Il ne saurait donc être question d'empêcher un justiciable, fût-il associé, d'exercer une action en responsabilité civile pour faute contre la société. En définitive, la jurisprudence *Gaudriot*, en excluant l'application de la théorie de la faute séparable aux actionnaires, aboutira en pratique au prononcé, en cas de succès de l'action exercée à la fois contre la société et ses dirigeants, à leur condamnation *in solidum*.

609 - Conséquences dans la société en procédure collective : exclusion de la faute séparable et condamnation des dirigeants. Dans le cas d'une société en procédure collective, l'action des actionnaires en réparation de leurs préjudices individuels contre les dirigeants pour des faits antérieurs au jugement d'ouverture peut, on le sait, se heurter à la règle prétorienne de non-cumul de l'action en responsabilité pour insuffisance d'actif, prévue par les articles L. 651-2 et suivants du Code de commerce¹⁵⁷⁹, et de l'action en responsabilité de droit commun¹⁵⁸⁰. La chambre commerciale de la Cour de cassation adopte toutefois une conception restrictive du domaine du non-cumul, considérant que celui-ci ne trouve pas à s'appliquer lorsque les créanciers ou les associés, agissant individuellement, invoquent un préjudice personnel, différent du préjudice social. Cette position est parfaitement justifiée dans le sens où l'action de l'associé en réparation d'un préjudice individuel, distinct de celui constitué par

¹⁵⁷⁸ L'article L. 225-251 du Code de commerce ne s'applique qu'à la responsabilité civile des dirigeants sociaux et non de la société elle-même.

¹⁵⁷⁹ Aux termes de l'article L. 651-2 al. 1^{er} du Code de commerce, lorsque la liquidation judiciaire d'une personne morale fait apparaître une insuffisance d'actif, empêchant de fait le désintéressement des créanciers sociaux, « le tribunal peut, en cas de faute de gestion ayant contribué à cette insuffisance d'actif, décider que le montant de cette insuffisance d'actif sera supporté, en tout ou en partie, par tous les dirigeants de droit ou de fait, ou par certains d'entre eux, ayant contribué à la faute de gestion. En cas de pluralité de dirigeants, le tribunal peut, par décision motivée, les déclarer solidairement responsables ». L'action en responsabilité pour insuffisance d'actif, autrefois dénommée action en comblement de passif, n'est ainsi ouverte qu'en cas de liquidation judiciaire et nécessite la double preuve d'une faute de gestion et de son lien de causalité avec l'insuffisance d'actifs. Les dirigeants condamnés devront supporter tout ou partie du passif, et être éventuellement condamnés *in solidum*, selon l'appréciation souveraine des juges du fond. Les sommes versées entrent dans le patrimoine de la société débitrice et sont réparties au marc le franc entre les créanciers sociaux (C. com., art. L. 651-2 al. 4). V. M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 325 et s. Sur l'action pour insuffisance d'actif, v. notamment J.-P. Sortais, *Les contours de l'action en comblement de l'insuffisance d'actif*, in *Mélanges Pierre Bézard*, Montchrestien, 2002, p. 321 ; M. Germain, *L'action en comblement du passif social, entre droit commun et droit spécial*, in *Le Code de commerce 1807-2007, Livre du bicentenaire*, Université Panthéon-Assas, Dalloz, 2007, p. 243.

¹⁵⁸⁰ V. ainsi Cass. com. 28 juin 1995 : Bull. Joly Sociétés, 1995, § 684, note J.-J. Daigre ; Rev. sociétés, 1995, p. 555, note Derrida. V. notamment, sur le problème du cumul, J.-J. Daigre, *De l'inapplicabilité de la responsabilité civile de droit commun aux dirigeants d'une société en redressement ou en liquidation judiciaire*, Rev. sociétés, 1988, p. 199 ; M.-C. Piniot, *Responsabilité civile des dirigeants sociaux. Non cumul des actions du droit des sociétés et du droit des procédures collectives*, RJDA, 1995, p. 639.

l'insuffisance d'actif de la société, n'a pas le même objet que l'action en responsabilité pour insuffisance d'actif ; il en irait bien sûr différemment si l'associé exerçait l'action sociale *ut singuli*. Elle l'est *a fortiori* pour un simple créancier.

La chambre commerciale de la Cour de cassation a ainsi précisé dans l'affaire *Gaudriot* que « la recevabilité de l'action exercée par un associé à l'encontre des dirigeants d'une société faisant l'objet d'une procédure collective, pour des faits antérieurs au jugement d'ouverture, est subordonnée à l'allégation d'un préjudice personnel, distinct de celui subi par la personne morale, peu important que la procédure collective fasse apparaître une insuffisance d'actif ». Cet arrêt confirme en outre que, dans le cas des associés, la preuve de la faute séparable n'est pas, comme en droit commun, exigée de leur part pour engager une action individuelle en responsabilité à l'encontre des dirigeants d'une société en faillite, contrairement à ce qu'il en est pour les simples créanciers¹⁵⁸¹. La même règle limitant l'exigence de faute séparable aux tiers s'applique donc tant à la société *in bonis* qu'à la société en situation de procédure collective.

Cette solution est d'une grande importance pratique en matière d'information financière car l'émetteur qui dissimule une situation financière obérée fait souvent ultérieurement l'objet d'une procédure collective, du fait de difficultés financières antérieures dissimulées voire des montants éventuellement considérables des dommages-intérêts accordés¹⁵⁸². Elle permet ainsi aux investisseurs victimes de la fausse information, qui peuvent bien se prévaloir, comme on l'a vu, d'un préjudice personnel en la matière, d'agir contre les dirigeants d'un émetteur en procédure collective, dans l'espoir d'être indemnisés une partie de leur préjudice. Cette solution participe ainsi, dans ce contexte, tant de la fonction réparatrice que de la fonction

¹⁵⁸¹ En effet, si la possibilité de cumul d'actions avait déjà été affirmée en 2006 à propos des créanciers, il avait été toutefois précisé que ceux-ci devaient apporter, comme en droit commun, la preuve du caractère séparable de la faute et des fonctions sociales (Cass. com. 7 mars 2006, n° 04-16.536, Bull. civ. 2006, IV, n° 61, p. 61, JurisData n° 2006-032682 ; Bull. Joly Sociétés, 2006, p. 938 ; D., 2006, p. 857, obs. A. Lienhard ; JCP E, 2006, p. 2035, n° 2, obs. J.-J. Caussain, F. Deboissy et G. Wicker ; Rev. sociétés, 2006, p. 644, note J.-F. Barbiéri ; RTD com., 2006, p. 431, obs. P. Le Cannu). V. M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 312.

¹⁵⁸² Aux Etats-Unis, les économistes ont mis à jour un phénomène, connu sous le nom de « *last-period-phenomenon* », selon lequel les dirigeants diffusent délibérément de fausses informations pour sauver la société en crise, ceux-ci sachant qu'ils vont de toute façon perdre leur mandat. V. notamment à ce propos R.H. Kraakman, *Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*, 93 *Yale Law Journal* 857, 866 (1984) ; D.C. Langevoort, *Capping Damages for Open-Market Securities Fraud*, 38 *Arizona Law Review* 639, 654 (1996) ; du même auteur, *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics About Stockholders and Sophisticated Customers*, 84 *California Law Review (CLR)* 627, 643 (1996) ; J.H. Arlen & W.J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, *U. Ill. L. Rev.* 691, 720 (1992), qui ont analysé empiriquement ce phénomène.

dissuasive de la responsabilité civile des dirigeants, sur lesquels repose la dette de dommages-intérêts.

Ainsi, que l'on se trouve dans une société *in bonis* ou en procédure collective, la jurisprudence *Gaudriot*, permet aux investisseurs victimes d'information publique défectueuse, d'agir contre les dirigeants sans avoir à prouver la faute séparable (et également contre l'émetteur dans le cas d'une société *in bonis*), et ce par leur assimilation à des actionnaires. Le même résultat pourrait toutefois être atteint en considérant l'investisseur comme un tiers.

ii - L'investisseur considéré comme un tiers : l'exclusion de la faute séparable

610 - **Des fautes d'information pour l'essentiel séparables.** Quelle serait la situation si, selon une analyse juridiquement plus exacte, l'investisseur était considéré comme un tiers et non comme un actionnaire, au regard de la théorie de la faute séparable, en cas d'information publique défectueuse relative à une société cotée ? La solution serait-elle fondamentalement différente de celle à laquelle aboutit la jurisprudence *Gaudriot*, à savoir la possible condamnation *in solidum* de la société et ses dirigeants ? Probablement pas. D'une part, l'émetteur pourra bien être tenu pour responsable, sans que la possibilité d'une action à son encontre ne fasse aucun doute dans ce cas, celle-ci étant menée par un tiers. D'autre part, les fautes d'information publique commises par les dirigeants constitueront la plupart du temps, selon nous, des fautes séparables de leurs fonctions.

Certes, le standard fixé par l'arrêt *Seusse* est élevé puisqu'il doit s'agir d'une faute commise intentionnellement, d'une particulière gravité et donc incompatible avec l'exercice des fonctions sociales. Il nous semble toutefois que lorsque les dirigeants ont cherché, comme dans un certain nombre d'affaires dont la jurisprudence française a eu à connaître, à dissimuler des informations significatives sur la situation d'un émetteur ou les perspectives d'évolution d'un titre ou à en délivrer de fausses, les critères requis seront généralement caractérisés. Premièrement, tel sera le cas du critère de l'intentionnalité, et ce quelle que soit la définition qu'on en retienne, car il y aura généralement à la fois intention de la faute (diffusion d'une fausse information ou dissimulation d'une information vraie) et du préjudice, en ce que, ce faisant, les dirigeants cherchent en pratique à tromper le marché sur la situation réelle de la société. Deuxièmement, tel sera le cas également de la particulière gravité, en ce que ces

fautes d'information porteront généralement sur des informations particulièrement sensibles et qui, plus est, ne seront pas délivrées seulement à quelques personnes, mais à l'ensemble du public, et seront donc susceptibles de porter atteinte à la transparence du marché et donc à la confiance et à la protection des investisseurs¹⁵⁸³.

Il ne fait pas de doute, selon nous, que la plupart de ces fautes constitueront des fautes séparables. Il est vrai que l'appréciation, quoique soumise au contrôle de qualification opéré par la Cour de cassation, sera d'abord effectuée par les juges du fond et restera donc en partie incertaine, comme a pu l'illustrer l'affaire *Flammarion*¹⁵⁸⁴. En effet, dans cette espèce, alors qu'il était reproché à l'émetteur d'avoir diffusé une information incomplète et donc trompeuse puisqu'elle faisait seulement état de perspectives négatives alors que les actionnaires majoritaires allaient annoncer quelques jours plus tard la cession de leur bloc d'actions à un prix presque deux fois supérieur au cours des dernières semaines avec garantie de maintien de cours, la responsabilité civile du président-directeur général de la société anonyme a été écartée en raison de l'absence de démonstration d'une faute séparable. Une partie de la doctrine¹⁵⁸⁵ a critiqué cette solution, en estimant que le dirigeant avait nécessairement commis en l'espèce une faute intentionnelle d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales puisqu'il avait publié ou laissé publier, en toute connaissance de cause, une information qui, combinée avec des éléments qu'il connaissait et qui n'étaient pas révélés au marché, était susceptible de tromper les investisseurs et de leur causer un grave préjudice¹⁵⁸⁶. Dans l'affaire *Gaudriot*¹⁵⁸⁷, les juges du fond ont en revanche, aussi bien en

¹⁵⁸³ V. notamment N. Rontchevsky, note sous T. corr. Paris, 11^e ch., 17 déc. 1997, Bull. Joly Sociétés, 1998, n° 5, p. 485, § 165, à propos de l'affaire du « *Comptoir des entrepreneurs* » : « le montant considérable des dommages-intérêts susceptibles d'être alloués aux victimes d'un délit de fausse information devrait contribuer à dissuader les dirigeants de sociétés cotées de tromper le public en publiant des comptes inexacts ou en diffusant d'une autre manière des informations fausses ou trompeuses. Si d'aucuns trouveront très lourdes les sanctions pénales et civiles prononcées en l'espèce, il ne faut pas perdre de vue que les infractions touchant à l'information du public sont très graves car elles portent atteinte à la transparence qui doit exister sur les marchés réglementés et à la confiance qu'ils doivent inspirer aux investisseurs » ; D. Poracchia, note sous CA Paris, 25^e ch. sect. B, 26 sept. 2003, Dr. et patr., nov. 2004, n° 131, p. 93 estimant que la faute du dirigeant commise dans le cadre de la communication financière doit être tenue pour une faute séparable car elle « a nécessairement des répercussions très importantes sur le public et les actionnaires (...), acteurs des marchés financiers que la loi a voulu spécialement protéger ».

¹⁵⁸⁴ TGI Paris, 5^e ch. 2^e sect., 15 nov. 2001, n° 2000/18125, *Flammarion*, préc. - CA Paris, 25^e ch. sect. B, 26 sept. 2003, n° 2001/21885, *Flammarion*, préc. Cf. *supra*.

¹⁵⁸⁵ A. Couret, H. Le Nabasque *et al.*, *op. cit.*, n° 1501. On observera toutefois qu'il était difficile pour l'émetteur de gérer le calendrier de sa communication financière dans une période de publication des résultats et de cession concomitante d'un bloc d'actions, même si les manquements d'initié commis par les dirigeants entre la diffusion des deux informations et pour lesquels ils ont été sanctionnés affaiblissent cette position.

¹⁵⁸⁶ V. également, pour une appréciation peu sévère de faits commis par des dirigeants sociaux, l'affaire *Titus Interactive*. Cette société avait fait l'objet d'une sanction par la COB pour avoir communiqué au public une

première instance qu'en appel¹⁵⁸⁸, considéré que les dirigeants avaient, en trompant intentionnellement le marché, commis une faute incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales et qui engageait par conséquent leur responsabilité civile personnelle. La Cour d'appel de Limoges énonce ainsi que « *les manœuvres délibérées des dirigeants, qui révèlent la volonté de fausser l'opinion du public, sont constitutives de fautes dont le tribunal a exactement considéré que, incompatibles avec l'exercice normal des fonctions sociales, elles engageaient la responsabilité personnelle des dirigeants* »¹⁵⁸⁹.

En tout état de cause, le doute ne devrait plus être de mise depuis que, comme nous l'avons vu, la chambre commerciale de la Cour de cassation considère que toute faute constitutive d'une infraction pénale intentionnelle est par nature une faute séparable des fonctions du dirigeant susceptible d'engager sa responsabilité à l'égard des tiers. Il en résulte que les manquements commis par les dirigeants sociaux en matière d'information financière, constitutifs généralement d'un ou des deux principaux délits applicables aux dirigeants

information qui n'était pas exacte, précise et sincère dans une note d'opération relative à l'émission d'obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (dites « *océanes* »). L'autorité de marché avait reproché à la société de s'être contentée de communiquer au marché le chiffre d'affaires du premier semestre de l'exercice en cours, estimé à 400 millions de francs, sans revenir sur ses prévisions d'un chiffre d'affaires de 1,5 milliard de francs dans le document de référence, faisant partie du prospectus définitif de l'opération, alors qu'un document interne à la société, dont le président-directeur général avait connaissance, faisait état d'une estimation ramenée à 1,183 milliard de francs (Sanct. COB, 16 avr. 2002, Titus Interactive). La société Titus Interactive ayant fait l'objet d'une procédure de liquidation judiciaire, la société ABC Arbitrage, qui avait acquis des obligations de la société Titus Interactive, a engagé une action en responsabilité civile à l'encontre du président-directeur général et du directeur général de la société, en leur reprochant d'avoir sciemment diffusé une information fautive dans la note d'information, en violation de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier. Le Tribunal de commerce de Meaux a condamné solidairement les deux dirigeants à indemniser la société demanderesse en se fondant sur les articles L. 225-251 du Code de commerce et L. 465-1 du Code monétaire et financier (T. com. Meaux, 19 sept. 2006, Société ABC Arbitrage c/ Société Titus Interactive). La Cour d'appel de Paris infirme la décision sur le fondement de la faute séparable. S'agissant du directeur général, elle considère que « *rien ne démontre qu'il a eu connaissance de la baisse prévisible du chiffre d'affaires avant la publication de l'opération d'émission des océanes* ». S'agissant du président-directeur général, elle estime que « *même s'il savait avant la publication de l'opération (...) que le chiffre d'affaires prévisible de l'exercice serait d'environ 30 % inférieur aux prévisions contenues dans la note de référence, le fait de ne pas avoir expressément corrigé cette estimation ne peut pas être qualifié de faute d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales* », puisque la note d'opération visée par la COB comportait des réserves quant aux perspectives de chiffres d'affaires (CA Paris, 3^e ch. B, 26 juin 2008, n° 07/14620, Société Titus Interactive c/ Société ABC Arbitrage : RTD com., 2009, p. 182, note N. Rontchevsky ; RJDA, 2008, n° 1279). On notera avec N. Rontchevsky, RTD com., 2009, p. 182, le caractère indulgent de l'appréciation de la faute du président-directeur général car il était établi qu'il savait que la note d'opération contenait une information qui n'était pas exacte, précise et sincère. Cet auteur ajoute toutefois que la formulation de réserves quant au chiffre d'affaires pouvait affaiblir le caractère intentionnel de la faute du dirigeant, qui n'avait du reste pas été poursuivi par la COB.

¹⁵⁸⁷ En fait, dans cette affaire, la société ayant fait l'objet d'un redressement judiciaire et d'un plan de cession, les actionnaires n'avaient pas d'autre choix que d'exercer leur action en responsabilité à l'encontre des dirigeants.

¹⁵⁸⁸ TGI Guéret, statuant en matière commerciale, 20 févr. 2007, n° 06/00052, Gaudriot, préc. - CA Limoges, ch. civ. 1^{re} sect., 6 oct. 2008, n° 07/00286, Gaudriot, préc.

¹⁵⁸⁹ CA Limoges, ch. civ. 1^{re} sect., 6 oct. 2008, n° 07/00286, Gaudriot, préc. On a vu cependant qu'en cassation, la chambre commerciale allait priver de tout intérêt le débat sur l'existence en l'espèce d'une faute séparable en considérant que celle-ci n'était pas requise pour engager la responsabilité d'un dirigeant à l'égard des associés (Cass. com. 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, Gaudriot, préc.).

sociaux en matière de communication financière que sont la présentation de comptes infidèles ou la diffusion d'informations fausses ou trompeuses, qui constituent bien des fautes pénales intentionnelles¹⁵⁹⁰, devront désormais caractériser des fautes séparables susceptibles d'engager leur responsabilité civile à l'égard des tiers.

Il en résulte, selon nous, que la plupart des fautes d'information publique commises par les dirigeants constitueront bien des fautes séparables susceptibles d'engager leur responsabilité des investisseurs. Il n'en irait autrement que pour des fautes d'information qui ne relèveraient que de l'imprudence ou de la négligence, mais l'hypothèse devrait rester relativement rare¹⁵⁹¹, ou de l'émetteur qui, sans vouloir véritablement tromper le marché, aurait tendance à embellir les choses ; on pensera notamment à l'information prévisionnelle que l'émetteur voudrait voir un peu plus rose qu'elle ne l'est en réalité. Toutefois, cet excès d'optimisme devrait, il nous semble, rester très limité pour ne pas risquer de tromper le marché et donc de constituer une faute séparable¹⁵⁹².

611 - Conséquence dans la société *in bonis* : condamnation *in solidum* de la société et de ses dirigeants. Une des conséquences de la reconnaissance du caractère séparable de la faute pourrait être la condamnation des seuls dirigeants sociaux à l'exclusion de la société. En effet, si la faute est séparable des fonctions, on pourrait considérer *a priori* qu'elle n'est plus celle de la société, mais uniquement de ses dirigeants. En d'autres termes, doit-on considérer que la

¹⁵⁹⁰ En effet, selon l'article 121-3 du Code pénal, tout délit est par nature intentionnel, à moins que la loi en dispose autrement, c'est-à-dire qu'elle prévoit la caractérisation du délit par une simple faute d'imprudence. Tel n'étant pas le cas pour ces délits, ils constituent bien des infractions pénales intentionnelles.

¹⁵⁹¹ V. toutefois l'affaire *SA Lehning Laboratoires*, dans laquelle la Cour d'appel de Versailles a pu ainsi considérer que les informations inexacts ou incomplètes fournies par les dirigeants sur la valorisation des titres de la société, à l'occasion d'une offre d'achat, ne constituaient qu'une négligence non séparable des fonctions, ajoutant qu'en revanche une volonté intentionnelle de tromper dans un intérêt personnel aurait constitué une faute séparable des fonctions de la part des administrateurs (CA Versailles, 13^e ch., 17 janv. 2002, n° 00/07792, *SA Lehning Laboratoires*, préc.). Dans cette affaire, contrairement aux affirmations de la cour d'appel, la question de la faute séparable n'aurait en fait pas dû trouver à s'appliquer, étant donné que l'information n'était destinée en l'espèce qu'aux seuls actionnaires et non à l'ensemble du public de sorte que seuls les rapports internes à la société étaient concernés, mais elle illustre néanmoins qu'une information inexacte, certes non publique mais de nature financière, peut constituer une simple faute de négligence de la part des dirigeants. V. notamment J.-F. Barbiéri, *Responsabilité de la personne morale ou responsabilité de ses dirigeants ? La responsabilité personnelle à la dérive*, in *Aspects actuels du droit des affaires : mélanges en l'honneur de Yves Guyon*, Dalloz, 2003, p. 41, spéc. n° 11, p. 48, pour lequel la question n'était pas, dans cette espèce, celle de la faute séparable des fonctions mais celle de la loyauté des dirigeants dans les informations fournies aux actionnaires.

¹⁵⁹² V. S. Wdowiak, *La faute détachable des fonctions, condition de l'action en responsabilité du tiers contre le dirigeant : entre certitudes et hésitations*, *Gaz. Pal.*, 6 avr. 2013, n° 96, p. 8, considérant que le dirigeant, qui fait preuve d'un excès d'optimisme dans la présentation de la situation de la société, a conscience que son comportement risque de causer un dommage à autrui mais sans le rechercher délibérément (citant Cass. com. 20 juin 2006, n° 05-10052, dans lequel le dirigeant n'a pas révélé à une société tierce de travail temporaire, qui redoutait de ne pas être payée, la situation économiquement dégradée de la société : JCP E, 2006, p. 2162 ; Bull. Joly Sociétés, janv. 2007, p. 84, note B. Dondero).

responsabilité est cumulative, conduisant à une condamnation *in solidum* du dirigeant et de la société, ou bien alternative ? La question n'est généralement pas abordée par la doctrine, et ne semble pas se poser non plus en jurisprudence. Ainsi, dans l'affaire *Flammarion*, la cour d'appel, si elle a finalement écarté la faute du président-directeur général faute d'être séparable, n'a pas semblé considérer que, si elle avait bien été séparable, cela aurait exclu de fait celle de la société dont la responsabilité seule a finalement été engagée¹⁵⁹³.

La réponse peut être trouvée en raisonnant par analogie, avec le régime de responsabilité des commettants et des préposés en droit de la responsabilité civile, ou celui de la responsabilité de l'agent en droit administratif¹⁵⁹⁴. Le régime des commettants et des préposés prévu à l'article 1384 alinéa 5 du Code civil, qui prévoit que les maîtres et les commettants sont solidairement responsables « *du dommage causé par leurs domestiques et préposés dans les fonctions auxquelles ils les ont employés* », présente en effet, bien qu'il repose sur un principe de responsabilité du fait d'autrui et non du fait personnel¹⁵⁹⁵, une parenté certaine avec celui des dirigeants sociaux¹⁵⁹⁶. On se rappelle à cet égard que l'assemblée plénière de la Cour de cassation avait jugé en 1988 que « *le commettant s'exonère de sa responsabilité si son préposé a agi hors des fonctions auxquelles il était employé, sans autorisation et à des fins étrangères à ses attributions* »¹⁵⁹⁷, puis en 2000 dans l'arrêt *Costedoat* que « *n'engage pas sa responsabilité à l'égard des tiers le préposé qui agit sans excéder les limites de la mission qui lui a été impartie par son commettant* »¹⁵⁹⁸. Or, les deux hypothèses auxquelles font référence ces décisions ne se recoupent pas parfaitement : d'un côté, il s'agit de l'accomplissement

¹⁵⁹³ CA Paris, 25^e ch. sect. B, 26 sept. 2003, n° 2001/21885, *Flammarion*, préc.

¹⁵⁹⁴ V., pour une telle analyse par analogie, F. Danos, art. préc., p. 486 et 487.

¹⁵⁹⁵ V. notamment Cass. 2^e civ. 27 avril 1977, n° 75-14.761, Bull. civ. II, n° 108, rappelant que le dirigeant social n'étant pas un préposé de la société qu'il représente, l'article 1384 alinéa 5 du Code civil ne peut trouver à s'appliquer.

¹⁵⁹⁶ V. V. Magnier, *La responsabilité des dirigeants sociaux à l'égard des tiers : le dirigeant est-il un préposé ?*, RCA, n° 3, 2013, dossier 18, observant que même si les dirigeants sociaux – administrateurs réunis au sein du conseil d'administration, président du conseil d'administration et encore plus directeur général – disposent, contrairement aux préposés, de pouvoirs très larges, dirigeant et préposés ont en commun d'agir pour compte de tiers.

¹⁵⁹⁷ Cass. ass. plén. 19 mai 1988, n° 87-82.654 : Defrénois, 1988, art. 34316, § 90, p. 1097, obs. J.-L. Aubert ; RTD civ., 1989, p. 89, obs. P. Jourdain ; D., 1988, jurispr., p. 513, note Ch. Larroumet. V. notamment, sur la responsabilité du préposé, C. Benoît-Renaudin, *La responsabilité du préposé*, préf. Ph. Delebecque, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 520, 2010 ; J. Mouly, *Quelle faute pour la responsabilité civile du salarié ?*, D., 2006, p. 2756.

¹⁵⁹⁸ Cass. ass. plén. 25 févr. 2000, n° 97-17.378, *Costedoat*, Bull. ass. plén. n° 2 : Bull. Joly Sociétés, 2000, p. 645, § 146, note J.-F. Barbiéri ; D., 2000, Jurispr., p. 673, note Ph. Brun ; Dr. et patr., 2000, n° 87, p. 107, obs. F. Chabas ; D., 2000, somm. p. 467, obs. Ph. Delebecque ; RJDA, 5/00, p. 487, n° 614 avec chron. J.-P. Dorly, p. 395 ; Resp. civ. et assur., 2000, chron., n° 11, par H. Groutel, et n° 22, par Ch. Radé ; RTD civ., 2000, p. 582, obs. P. Jourdain ; JCP G, II, 10295, concl. R. Kessous, note M. Billiau ; JCP G, 2000, I, 241, n° 16, obs. G. Viney.

d'actes hors de ses fonctions par le préposé, qui engage alors sa seule responsabilité ; de l'autre, du respect par le préposé des limites de sa mission, qui n'engage cette fois que la responsabilité du commettant, ce qui signifie *a contrario* que le préposé engagerait sa responsabilité s'il dépassait les limites de sa mission. On pourrait ainsi déduire, de la combinaison de ces deux décisions, que la faute du préposé, qui a outrepassé les limites de sa mission sans agir en dehors de ses fonctions, engage à la fois la responsabilité du préposé et du commettant à travers une *condamnation in solidum*¹⁵⁹⁹. On n'est pas loin de la faute séparable du dirigeant social qui, si elle est incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales du fait de l'intentionnalité et de la particulière gravité, est bien commise dans le cadre des fonctions sociales¹⁶⁰⁰. Il est vrai toutefois que, dans le cas du préposé, c'est davantage un excès de pouvoirs qui est visé, mais il semble de manière générale que l'exercice anormal des fonctions, que ce soit par un préposé ou par un dirigeant social, entraîne une responsabilité cumulative.

On peut procéder à un même raisonnement analogique avec la distinction entre la faute de service et la faute personnelle de l'agent en droit administratif, dont est issue la théorie de la faute séparable en droit des sociétés. En effet, le droit administratif connaît plus précisément trois types de fautes pouvant être commises par les agents publics selon les responsabilités qu'elles engendrent : la faute de service qui engage exclusivement la responsabilité de l'administration ; la faute purement personnelle qui engage exclusivement la responsabilité de l'agent ; et la faute personnelle soit commise dans l'exercice même des fonctions, mais intellectuellement détachable des fonctions en raison de sa particulière gravité, soit présentant un lien avec le service ou non dépourvue de lien avec le service, qui engage cumulativement la responsabilité de l'agent et celle de l'administration¹⁶⁰¹. Or, il semble bien que la faute séparable du dirigeant en droit des sociétés, en ce qu'elle est commise dans le cadre des

¹⁵⁹⁹ V., en ce sens F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 839 ; J. Flour, J.-L. Aubert et E. Savaux, *op. cit.*, n° 221 ; G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 812-2.

¹⁶⁰⁰ V. F. Danos, art. préc., p. 487.

¹⁶⁰¹ V. R. Chapus, *Droit administratif général*, t. 1, Montchrestien, coll. Domat droit public, 2001, 15^e éd., n° 1523 et s. Plus précisément, cet auteur distingue la faute de service de la faute personnelle dont il distingue trois types : la faute commise dans l'exercice même des fonctions (mais qui se détache intellectuellement des fonctions en raison de sa particulière gravité) ; la faute commise en dehors de l'exercice des fonctions mais non dépourvue de tout lien avec elles (c'est matériellement qu'elle est détachable des fonctions) ; la faute dépourvue de tout lien avec le service soit la faute « *purement personnelle* ». Aux termes d'une évolution jurisprudentielle opérée par le Conseil d'Etat, seul ce dernier type de faute purement personnelle reste exclusivement à la charge des agents qui les ont commises. Les autres permettent un cumul de responsabilités de l'administration et de l'agent. V. également P.-L. Frier et J. Petit, *Droit administratif*, LGDJ, coll. Domat droit public, 2014, 9^e éd., n° 1010 et s., spéc. n° 1014, sur la théorie des cumuls.

fonctions tout en étant incompatible avec leur exercice normal, s'apparente à la faute personnelle du droit administratif qui engage cumulativement la responsabilité de l'agent et de l'administration. Elle devrait donc entraîner de la même façon une condamnation *in solidum* du dirigeant et de la société¹⁶⁰².

Il nous semble en définitive, que l'on s'appuie sur le droit de la responsabilité civile ou sur le droit administratif, que la faute séparable du dirigeant devrait engager la responsabilité *in solidum* de la société et du dirigeant. Il serait en outre paradoxal et choquant, du point de vue de la finalité première d'indemnisation de la responsabilité civile, d'aboutir à la solution inverse où les fautes les plus graves seraient les moins bien réparées en ce qu'elles n'engageraient que la responsabilité du dirigeant en raison de leur séparabilité. La responsabilité *in solidum* s'impose donc. Tel devrait être le cas notamment dans les actions engagées par les investisseurs à l'encontre de l'émetteur et de ses dirigeants pour information publique défectueuse.

612 - Conséquence dans la société en procédure collective : condamnation des dirigeants.

Enfin, si la société se trouve en procédure collective, comme cela sera souvent le cas, l'assimilation que nous préconisons de l'investisseur à un tiers aura essentiellement les mêmes conséquences que celles de la jurisprudence *Gaudriot*, écartant la preuve de la faute séparable pour les investisseurs qu'elle tient pour des actionnaires. En effet, la plupart des fautes d'information publique pouvant, comme on l'a dit, être caractérisées comme des fautes séparables des fonctions sociales, les investisseurs pourront bien agir en réparation de leur préjudice personnel pour fausse information à l'encontre des dirigeants sociaux, sans craindre qu'on leur oppose le principe de non-cumul avec l'action pour insuffisance d'actif¹⁶⁰³. Le résultat, de ce point de vue encore, est proche de celui résultant de la jurisprudence *Gaudriot*.

613 - Synthèse. En droit positif, aux termes de la jurisprudence *Gaudriot*, l'investisseur, étant considéré comme un actionnaire, n'a pas à prouver la faute séparable des dirigeants sociaux pour engager leur responsabilité, ce qui permet une condamnation *in solidum* de l'émetteur et

¹⁶⁰² V. F. Danos, art. préc., p. 487, faisant notamment remarquer que la distinction opérée par le droit administratif a également influencé la jurisprudence relative à la responsabilité du préposé. Ainsi, pour F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 839, la faute du préposé, qui a outrepassé les limites de sa mission mais n'a pas agi en dehors de ses fonctions, peut s'apparenter à la faute personnelle de l'agent présentant un lien avec le service.

¹⁶⁰³ Cf. *supra*.

de ses dirigeants. Cette jurisprudence, selon nous théoriquement infondée, a été adoptée pour un motif de politique jurisprudentielle, en ce qu'elle vise, par son effet simplificateur, à faciliter le contentieux des investisseurs pour information publique défectueuse sur le marché secondaire. On notera au passage que le droit de la responsabilité français est plus libéral en la matière que d'autres puisque les régimes spéciaux, aussi bien du droit anglais que du droit allemand, excluent la responsabilité des dirigeants sociaux¹⁶⁰⁴. On regrettera toutefois cette solution au motif qu'un résultat voisin aurait pu être atteint en s'en tenant à la véritable nature de tiers de l'investisseur sur les marchés financiers, peu important sa qualité d'actionnaire, l'information étant destinée à l'ensemble du public, et non aux seuls actionnaires. En effet, la plupart des fautes d'information publique constituant des fautes séparables, les investisseurs auraient pu obtenir de la même façon, en prouvant la faute séparable, une condamnation *in solidum* de l'émetteur et ses dirigeants. Le résultat aurait même été plus efficace puisqu'il aurait favorisé le contentieux mené à l'encontre des dirigeants par l'ensemble des investisseurs (obligataires, porteurs de valeurs mobilières composées, investisseurs ayant conclu des produits dérivés) et non les seuls actionnaires. Au-delà de la possibilité de condamnation des dirigeants et de l'émetteur, il faut voir désormais comment doit être répartie la charge financière de la dette de responsabilité entre eux.

Paragraphe 2 - **La prise en charge financière de la responsabilité**

614 - **Répartition de la charge indemnitaire.** L'on sait désormais que les dirigeants peuvent être tenus responsables, aussi bien au civil qu'au pénal, en matière de communication financière, et ce de manière solidaire¹⁶⁰⁵ avec la société. Se pose dès lors la question de la répartition définitive de la charge indemnitaire entre l'émetteur et ses dirigeants. Deux impératifs doivent en effet être conjugués, le premier prévalant sur le second : d'une part, assurer prioritairement la fonction réparatrice de la responsabilité civile en maintenant la responsabilité du débiteur le plus solvable, la société ; d'autre part, assurer une certaine fonction dissuasive de la responsabilité civile en faisant supporter aux autres débiteurs de la dette de responsabilité, les

¹⁶⁰⁴ Cf. *supra*.

¹⁶⁰⁵ Il s'agit au pénal d'une véritable solidarité légale, mais au civil d'une forme de solidarité amoindrie, à travers la création d'une obligation *in solidum*. Celle-ci empruntant à la solidarité passive sa caractéristique essentielle, à savoir l'obligation au paiement de l'intégralité de la dette de chacun des codébiteurs, nous parlerons de manière générale de « *responsabilité solidaire* » par commodité. Cf. *infra*.

dirigeants sociaux, une partie au moins des dommages-intérêts. Il est indispensable en effet, au regard de la fonction dissuasive, que les dirigeants non seulement puissent être considérés comme responsables, mais encore qu'ils en subissent des conséquences financières. Comment assurer cette conciliation ? Comment répartir le poids de l'indemnisation entre émetteur et dirigeants sociaux ? D'un point de vue de politique juridique, le moyen devrait, selon nous, être le suivant : maintenir la responsabilité de principe de la société, afin d'assurer en premier lieu l'indemnisation, tout en prévoyant des mécanismes permettant la prise en charge de leur responsabilité par les dirigeants, afin d'assurer la dissuasion.

Pour y parvenir, la pratique sociétaire doit être prise en compte, et c'est de ce point de vue que les choses se compliquent singulièrement. En effet, d'une part, alors que bien souvent la société et les dirigeants seront, que ce soit au civil ou au pénal, condamnés solidairement, la société acquittera de fait généralement les dommages-intérêts sans exercer de recours contributoire à l'encontre de ses dirigeants. D'autre part, la souscription d'une assurance de responsabilité civile par les sociétés cotées au profit de leurs dirigeants sociaux est désormais généralisée ; en outre, dans certains pays, la société vient encore prendre en charge les dommages-intérêts mis à leur charge. Ainsi, les mécanismes que nous proposons pour atteindre l'objectif, préalablement défini, d'indemnisation et de dissuasion, sont les suivants : il est d'abord indispensable que les sociétés cotées exercent effectivement leur droit de recours contributoire contre les dirigeants (A) ; il est ensuite primordial que soit limité le jeu de l'assurance ou de la prise en charge de la responsabilité des dirigeants (B).

A - L'exercice effectif du recours contributoire contre les dirigeants

615 - **L'exercice effectif du recours contributoire contre les dirigeants.** Pour assurer la fonction dissuasive, il est indispensable que le dirigeant supporte financièrement une partie de l'indemnisation ; or, comme nous l'avons dit, alors que le droit positif fonctionne selon un principe de responsabilité solidaire, la société n'exerce pas en pratique de recours contributoire contre ses dirigeants. Pour remédier à cette difficulté, il a été préconisé en doctrine d'instaurer une responsabilité proportionnelle et non plus solidaire, à l'instar du système américain. Toutefois, cette proposition, en ce qu'elle fait fi notamment de l'intérêt des victimes, doit être rejetée (1). Nous proposons, à la place, dans le cadre du maintien du principe de responsabilité solidaire, de rendre effectif le droit de recours contributoire de la société à l'encontre de ses dirigeants par le biais du droit souple (2).

1 - Le rejet de la proposition doctrinale d'une responsabilité proportionnelle

616 - **Le maintien de la responsabilité solidaire.** Un auteur a proposé de substituer, en matière d'information financière, au principe de responsabilité solidaire (a), une responsabilité proportionnelle (b).

a - Le principe de la responsabilité solidaire

617 - **Distinction entre l'action civile exercée devant le juge pénal ou le juge civil.** On le sait, lorsque le fait générateur a pour particularité de constituer une infraction pénale, le droit français offre à la victime une option dans l'exercice de son action entre le juge civil et le juge pénal. Or, en matière de coresponsabilité, la solidarité n'opère pas exactement de la même façon selon que la victime choisit l'un ou l'autre de ces juges : il s'agit d'une responsabilité solidaire devant le juge pénal (i) et d'une responsabilité *in solidum* devant le juge civil (ii).

i - La responsabilité solidaire devant le juge pénal

618 - **Une solidarité légale.** L'option en faveur de la voie répressive, outre les facilités de preuve incontestables qu'elle procure à la victime en la faisant bénéficier des moyens énergiques et coercitifs des juges (et notamment du juge d'instruction), lui offre également le bénéfice de la solidarité légale de tous les coauteurs et complices condamnés au titre de l'infraction¹⁶⁰⁶. Le Code de procédure pénale prévoit ainsi expressément, à travers diverses dispositions¹⁶⁰⁷, que toutes les personnes condamnées pour une même infraction sont tenues solidairement du paiement des dommages-intérêts et des restitutions. L'on se retrouve ainsi dans le cadre classique de la solidarité passive où, par dérogation au principe de la division de la dette en cas de pluralité de débiteurs ou de créanciers, plusieurs débiteurs (les coresponsables) sont tenus d'une même dette envers un créancier (la victime), de sorte que celui-ci peut demander à chacun d'eux le paiement de la totalité¹⁶⁰⁸. On notera toutefois que les éventuels recours en

¹⁶⁰⁶ G. Stefani, G. Levasseur et B. Bouloc, *Procédure pénale*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2014, 24^e éd., n° 328.

¹⁶⁰⁷ V. C. pr. pén., art. 375-2 al. 1 (pour les crimes), 480-1 al. 1 (pour les délits) et 543 (pour les contraventions, mais de la cinquième classe seulement). V. auparavant l'article 55 de l'ancien Code pénal.

¹⁶⁰⁸ B. Fages, *op. cit.*, n° 480.

contribution entre les différents condamnés devront ensuite être portés devant le juge civil, la chambre criminelle de la Cour de cassation ayant jugé que le partage de responsabilité entre coresponsables échappait à la compétence de la juridiction répressive¹⁶⁰⁹. Mme Geneviève Viney juge la solution « *ni très pratique, ni très logique* »¹⁶¹⁰. Il est vrai qu'elle n'est pas très pratique, mais elle n'est pas sans rapport avec la conception classiquement restrictive de l'action civile exercée devant le juge répressif en application de l'article 2 du Code de procédure pénale.

619 - **Effets de la solidarité passive.** Rappelons synthétiquement que les effets de la solidarité passive jouent sur deux plans : dans les rapports entre le créancier et les codébiteurs dans le cadre de l'obligation à la dette ; dans les rapports entre les codébiteurs entre eux dans le cadre de la contribution à la dette. Dans le premier type de rapports, entre le créancier et les codébiteurs, la solidarité passive produit deux types d'effets. Des effets principaux découlant de deux caractéristiques : l'unicité de la dette, élément essentiel de l'obligation solidaire en ce qu'elle en fait une obligation au tout, permettant au créancier de demander le paiement de la totalité à l'un quelconque des débiteurs, ce qui corrélativement libère tous les autres à l'égard du créancier, en vertu de l'article 1200 du Code civil ; le maintien, en dépit de cette unicité, d'une pluralité de liens obligatoires de sorte que le créancier peut poursuivre simultanément ou successivement deux ou plusieurs codébiteurs aux termes de l'article 1204 du Code civil. Des effets secondaires, appelés ainsi car ils ne découlent pas naturellement du mécanisme de la solidarité, mais s'expliqueraient par l'idée de représentation mutuelle entre des coobligés solidaires, qui se seraient donné mutuellement mandat d'agir les uns au nom des autres dans leurs relations avec le créancier¹⁶¹¹, ce qui aurait notamment pour conséquence que certains actes ou faits impliquant un seul des codébiteurs vaudraient à l'égard de tous (par exemple, le jugement rendu à l'égard de l'un des codébiteurs a autorité de la chose jugée à l'égard de tous). Dans le second type de rapports, relatifs à la contribution à la dette entre les codébiteurs, le principe de la division retrouve son empire de sorte que chaque codébiteur n'est tenu que pour sa part selon l'article 1213 du Code civil, et dispose d'un droit de recours à l'encontre des autres, s'il a payé en entier, pour leur réclamer leur part contributive aux

¹⁶⁰⁹ V. G. Viney, *Introduction à la responsabilité*, *op. cit.*, n° 100-3, et les arrêts cités.

¹⁶¹⁰ *Ibid.*

¹⁶¹¹ Cette idée est toutefois sérieusement contestée en doctrine, v. F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 1257.

termes de l'article 1214 du même code. Ce droit de recours peut prendre la forme soit d'une action personnelle, soit d'une action subrogatoire dont le *solvens* bénéficie de plein droit à raison de son paiement sur le fondement de l'article 1251, 3° du Code civil¹⁶¹².

Ainsi, la solidarité passive prévue par le législateur pénal, si elle peut être animée également par l'idée de sanction des délinquants¹⁶¹³, offre incontestablement à la victime une garantie supplémentaire de recevoir réparation de son préjudice, à travers l'obligation au tout pour chacun des coresponsables. Une telle solidarité n'ayant pas été prévue la loi lorsque l'action en responsabilité civile est exercée devant le juge civil, la jurisprudence, s'inspirant du droit romain, a dû inventer *praeter legem* une sorte de diminutif de solidarité, l'obligation dite « *in solidum* », mais qui emporte le même effet principal pour la victime, l'obligation au tout des coresponsables. Cette création prétorienne ayant suscité d'importants débats, c'est à elle que nous consacrerons les développements qui suivent.

ii - La responsabilité *in solidum* devant le juge civil

620 - Un principe prétorien constant. Lorsque le dommage a pour origine, hors cas de la force majeure, une pluralité de causes, de faits générateurs de responsabilité quels qu'ils soient (faute, c'est-à-dire fait personnel bien sûr, mais également fait d'une chose ou fait d'autrui), la jurisprudence a écarté depuis longtemps l'idée de division ou de partage des responsabilités¹⁶¹⁴ en consacrant une obligation « *in solidum* »¹⁶¹⁵, en vertu de laquelle chacun des coresponsables du dommage est tenu pour le tout, c'est-à-dire à la réparation intégrale du préjudice vis-à-vis de la victime. Elle a accordé, en contrepartie, à chaque responsable, un droit de recours à l'encontre de ses coobligés, dans le cadre de la contribution à la dette¹⁶¹⁶. Concrètement, ce droit de recours permet au responsable soit d'exercer une action

¹⁶¹² Sur l'ensemble de ces développements, v. F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 1247 et s. ; B. Fages, *op. cit.*, n° 480 et s.

¹⁶¹⁵ V. F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 1250.

¹⁶¹⁴ L'idée alors est que, la causalité n'étant que partielle, la responsabilité doit l'être également, ce qui conduit à un partage, à une division des responsabilités. Cette idée a été appelée par Starck « *l'équation causalité partielle = responsabilité partielle* » (B. Starck, *La pluralité des causes de dommages et la responsabilité civile (La vie brève d'une fausse équation : causalité partielle = responsabilité partielle)*, JCP, 1970, I, 2339).

¹⁶¹⁵ Cass. civ. 4 déc. 1939 : DC, 1941, 124, note G. Holleaux. Selon G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 405, l'origine de l'obligation *in solidum* semble même antérieure au Code civil.

¹⁶¹⁶ V. G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 422, indiquant que si certains systèmes juridiques n'admettent ce droit de recours que si la loi l'autorise, la jurisprudence française lui a finalement aujourd'hui reconnu valeur de principe.

récursaire¹⁶¹⁷ à l'encontre de ses coobligés en tant que *solvens* s'il s'est déjà acquitté de la dette, soit, à défaut, de les appeler en garantie au cours de l'instance¹⁶¹⁸. La question qui se pose dès lors est celle du critère de partage. Il semble à cet égard que la Cour suprême ait renoncé à imposer aux juges du fond une quelconque méthode, tout du moins en cas de concours de fautes ; ainsi, s'ils retiennent généralement le critère de la gravité respective des fautes concurrentes, ils n'apparaissent pas toujours indifférents à leur importance relative dans la causalité¹⁶¹⁹. En conclusion, comme en matière de solidarité passive, si le partage de responsabilité est écarté dans le cadre de l'obligation à la dette, excluant toute exonération partielle vis-à-vis de la victime (sauf bien sûr si le fait générateur de responsabilité revêt les caractères de la force majeure), il retrouve son empire lors de la contribution à la dette entre coobligés, tout du moins fautifs.

Comme on l'a dit, c'est pour conforter la règle de l'obligation au tout nonobstant le principe posé par l'article 1202 du Code civil selon laquelle la solidarité ne se présume point¹⁶²⁰, que la jurisprudence a eu recours à la notion d'obligation *in solidum*¹⁶²¹. Celle-ci a ainsi naturellement des effets moindres que la solidarité légale, comme celle prévue au profit de la

¹⁶¹⁷ Juridiquement, comme en matière de solidarité passive (cf. *supra*), cette action récursoire prend généralement la forme classique d'une subrogation légale, admise de plein droit par l'article 1251-3° du Code civil « *au profit de celui qui, étant tenu avec d'autres ou pour d'autres au paiement de la dette, avait intérêt à l'acquitter* ». L'inconvénient de l'action subrogatoire est toutefois qu'elle entraîne l'opposabilité des exceptions, de sorte que le *solvens*, placé dans la situation de la victime elle-même, peut se voir opposer les mêmes exceptions (renonciation, prescription, etc.). Pour y remédier, la jurisprudence a fini par accorder à celui qui a payé pour les autres une option entre une action subrogatoire et une action personnelle dont le fondement est toutefois débattu (responsabilité civile, enrichissement sans cause). V. notamment Ph. Brun, *op. cit.*, n° 585 ; M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 546 et s.

¹⁶¹⁸ On notera tout de même que de jurisprudence constante, le responsable pour faute ne peut exercer un recours contre un coobligé au titre d'une responsabilité objective, sans faute, alors que celui-ci peut au contraire recourir pour le tout contre le premier. Ph. Brun, *op. cit.*, n° 584 et 589, y voit le signe de la persistance regrettable au stade de la contribution d'une conception subjective et moralisatrice de la responsabilité civile. Pour G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 422, si cette restriction du domaine du recours a pu à une certaine époque découler de l'idée d'une priorité de la responsabilité pour faute sur les responsabilités objectives, elle apparaît surtout aujourd'hui en pratique comme la volonté de faire peser sur le coauteur fautif le poids de la réparation.

¹⁶¹⁹ V. G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 424-1, sur les modalités du partage de responsabilité. Ph. Brun, *op. cit.*, n° 589, regrette que le critère de l'importance causale ne s'applique pas plus largement, et ce pour tous les faits générateurs de responsabilité. La question des modalités du partage revêt aujourd'hui une importance moindre compte tenu du développement de l'assurance, qui a pour conséquence de retirer aux recours, largement exercés entre assureurs, leur effet normatif direct, et a tendance à privilégier des solutions alternatives aux recours (notamment la renonciation réciproque de certains assureurs à exercer des recours judiciaires). Elle conserve toutefois une portée pratique en ce que d'une part, les assureurs n'ont pas déserté les prétoires, et d'autre part, elle intervient dans la fixation des primes par les assureurs, d'où un effet normatif indirect. V. G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 424-2 ; Ph. Brun, *op. cit.*, n° 589.

¹⁶²⁰ La jurisprudence avait même admis dans un premier temps que les coresponsables étaient solidairement tenus en l'absence pourtant de toute disposition expresse en ce sens (v., par exemple, Cass. civ., 26 oct. 1931 : DH, 1931, p. 569).

¹⁶²¹ V. Ph. Brun, *op. cit.*, n° 580 et s.

victime exerçant l'action civile devant le juge pénal et précédemment examinée¹⁶²². Elle n'entraîne en effet que l'effet principal de la solidarité passive consistant dans l'obligation au tout, mais pas les effets secondaires qui lui sont traditionnellement attachés (par exemple en matière d'autorité de la chose jugée)¹⁶²³. On parle ainsi parfois, à propos de l'obligation *in solidum*, de solidarité « imparfaite »¹⁶²⁴ ou de « succédané »¹⁶²⁵ de la solidarité, mais il faut bien reconnaître que, pour la victime, l'essentiel réside dans l'obligation au tout.

Cette solution fondamentale prévaut aujourd'hui dans la plupart des autres systèmes juridiques¹⁶²⁶ et nul ne songe aujourd'hui à la remettre en cause¹⁶²⁷, ou alors au contraire pour aller plus loin en instaurant une véritable solidarité¹⁶²⁸. Si certains y ont vu un effet de l'indivisibilité de la causalité¹⁶²⁹, la doctrine majoritaire la considère comme une garantie offerte à la victime, qu'on dispense d'avoir à agir contre l'ensemble des responsables potentiels et dont on augmente les chances de recevoir réparation¹⁶³⁰. Elle s'inscrit en effet naturellement dans la philosophie générale de protection des victimes de la responsabilité civile¹⁶³¹.

En conclusion, la victime, qu'elle exerce son action civile devant le juge pénal ou bien devant le juge civil, bénéficiera de la même garantie de solidarité, certes sous une forme légèrement amoindrie devant le juge civil. Le contraire eût d'ailleurs été parfaitement inéquitable pour les victimes, qui auraient été bien mieux traitées lorsque le fait générateur aurait constitué en outre une infraction pénale. D'où le danger d'une proposition d'instaurer une responsabilité proportionnelle...

¹⁶²² La solidarité est également expressément prévue par la loi entre d'autres coresponsables (l'article 1384 alinéa 4 du Code civil prévoit ainsi la solidarité des père et mère au regard de la responsabilité de leur enfant mineur).

¹⁶²³ Ces effets secondaires n'ont en effet en principe pas lieu à jouer, faute de communauté d'intérêts justifiant une représentation mutuelle tacite, selon l'explication classique prévalant en matière de solidarité passive. V. notamment B. Fages, *op. cit.*, n° 446 ; M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 541 ; Ph. Brun, *op. cit.*, n° 580. Cf. *supra*.

¹⁶²⁴ Ph. le Tourneau, *op. cit.*, n° 1736.

¹⁶²⁵ F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *op. cit.*, n° 1261.

¹⁶²⁶ G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 405.

¹⁶²⁷ Ph. Brun, *op. cit.*, n° 580.

¹⁶²⁸ On remarquera à cet égard que les projets de réforme de la responsabilité civile, aussi bien le projet Catala (art. 1378 al. 1) que le projet Terré (art. 11), proposent d'abandonner la notion d'obligation *in solidum* et d'instaurer une responsabilité solidaire entre les coresponsables d'un même dommage.

¹⁶²⁹ V. notamment F. Chabas, *L'influence de la pluralité de causes sur le droit à réparation*, préf. H. Mazeaud, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., 1967, spéc. n° 16 : « chaque auteur est tenu au tout parce qu'il a causé le tout et qu'il est inconcevable qu'il puisse causer moins que le tout ». Adde H.L.J. Mazeaud et F. Chabas, *op. cit.*, n° 1070.

¹⁶³⁰ V. notamment sur ce débat, G. Viney, P. Jourdain et S. Carval, *Les conditions de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 407 et s.

¹⁶³¹ Ph. Brun, *op. cit.*, n° 581.

b - La proposition doctrinale d'une responsabilité proportionnelle

- 621 - **La proposition doctrinale.** Mme Anastasia Sotiropoulou a formulé, dans le but d'assurer la fonction dissuasive de la responsabilité civile en matière d'information financière, une proposition originale au sein de la doctrine française en s'inspirant du droit américain. Elle a suggéré que la responsabilité de la société ne soit plus envisagée dans ce domaine que de manière résiduelle par rapport à celle des dirigeants sociaux, qui deviendrait ainsi première. Elle reconnaît cependant que la responsabilité de l'émetteur ne peut être totalement exclue, ce qui serait contraire à la fois à la théorie de la personne morale et aux intérêts des investisseurs à disposer de débiteurs de responsabilité solvables. Elle recommande en pratique, pour mettre en œuvre sa proposition, d'adopter une règle de répartition proportionnelle, et non plus solidaire, de responsabilité, à l'instar de la section 21 D (e) du *Securities and Exchange Act* de 1934 (issue du *PSLRA*)¹⁶³², de sorte que le juge aurait à répartir la charge de l'indemnisation à la mesure du préjudice causé par la faute des dirigeants sociaux et de l'émetteur, avec éventuellement l'instauration d'un plafond de responsabilité pour les dirigeants en fonction par exemple de leur rémunération¹⁶³³.
- 622 - **Rejet de la proposition.** Cette proposition, si elle constitue une tentative originale et audacieuse d'améliorer les choses, ne nous convainc pas. Certes, elle atteindrait son but au regard de la fonction dissuasive puisqu'elle aurait le mérite de mettre fin au spectacle irritant de la condamnation solidaire ou *in solidum* de l'émetteur et du dirigeant suivie de l'absence d'action récursoire exercée par la société. Toutefois, elle serait particulièrement dangereuse du point de vue de la fonction réparatrice qui précisément justifie, d'un point de vue de politique juridique, le principe de la condamnation *in solidum*. Elle est susceptible en effet d'aboutir, comme le souhaite d'ailleurs son auteur, au prononcé d'une responsabilité beaucoup plus lourde à l'encontre des dirigeants sociaux, véritables auteurs de l'information, et à une responsabilité bien plus faible – « résiduelle » écrit-elle - de la société, alors qu'il s'agit pourtant pour les investisseurs du débiteur le plus solvable, leur garantissant donc le plus de chances d'être indemnisés. Et ce d'autant que, comme nous le verrons ci-après,

¹⁶³² Cf. *supra*.

¹⁶³³ V. A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 536 et 537. Pour cet auteur, cette règle devrait être adaptée à l'échelle européenne et donc se substituer aux dispositions actuelles des directives adoptées en matière d'information financière, qui laissent aux Etats membres l'option d'engager la responsabilité soit des émetteurs, soit de leurs dirigeants.

l'assurance des dirigeants sociaux ne pourra jouer en droit français que de manière limitée, et que cet auteur suggère en outre, dans sa proposition, l'instauration d'un plafond de responsabilité pour les dirigeants sociaux. C'est ainsi gravement mettre en danger la fonction première d'indemnisation de la responsabilité civile, aux fins d'assurer la fonction, seulement secondaire, de dissuasion.

Il est vrai qu'une telle disposition a été instaurée aux Etats-Unis dans le but, affiché en tout cas, de renforcer la mise en cause des dirigeants sociaux. Mais le législateur américain a pris peu de risques compte tenu de la pratique effective des actions collectives boursières dans cet Etat qui se concluent dans la très grande majorité des cas par une transaction mettant à la charge des seuls émetteurs et assureurs la dette de responsabilité, de sorte qu'en réalité, cette disposition ne trouve pas à s'appliquer devant le juge et ne met pas en péril l'indemnisation. Il en irait tout autrement en droit français où les actions menées par les investisseurs pour fausse information financière conduisent à des condamnations judiciaires effectives.

Cette proposition nous paraît en outre relativement lourde puisqu'elle oblige à modifier le droit commun - la loi pour le juge pénal ou une coutume jurisprudentielle pour le juge civil - consistant dans la condamnation solidaire des coresponsables, par l'instauration *a priori* d'une disposition législative spéciale, alors même qu'elle ne trouverait à s'appliquer que dans le cas de l'information financière. Rendre le droit de recours plus effectif à travers l'utilisation du droit souple nous semble ainsi plus adapté pour assurer la fonction dissuasive sans sacrifier à la fonction réparatrice.

2 - L'effectivité du recours contributoire par le droit souple

623 - **L'utilisation du droit souple.** Plutôt que l'adoption d'un principe de responsabilité proportionnelle, nous proposons, compte tenu des faiblesses inhérentes au recours contributoire de la société contre ses dirigeants (a), l'adoption d'une recommandation tendant à son exercice effectif par les sociétés cotées dans le code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF (b).

a - Les faiblesses du recours contributoire contre les dirigeants

624 - **Les faiblesses du droit de recours contributoire contre les dirigeants.** En pratique, les investisseurs ne manqueront pas d'engager la responsabilité civile de l'émetteur, étant donné

que c'est lui qui, disposant de la surface financière la plus large, est le plus à même de leur assurer une indemnisation, tout du moins lorsqu'il est *in bonis*. Souvent, ils engageront à la fois la responsabilité de l'émetteur et des dirigeants sociaux dans le but de maximiser leurs chances de succès ; le juge prononcera alors une condamnation solidaire ou *in solidum* des dirigeants et de la société, selon que l'action est portée devant le juge répressif ou le juge civil. Il est probable alors que la société s'acquitte de l'ensemble de la dette de responsabilité et n'exerce aucun droit de recours contributoire à l'encontre de ses dirigeants¹⁶³⁴, et ce alors même que, ne pouvant être entendue comme un tiers, elle n'a pas en principe à apporter la preuve d'une faute séparable pour engager la responsabilité civile de ses dirigeants¹⁶³⁵.

En pratique, le droit de recours contributoire contre les dirigeants ne sera que rarement exercé car il présente des faiblesses non négligeables. Premièrement, comme nous l'avons dit, il n'est possible que devant les juridictions civiles et non devant les juridictions pénales, de sorte que si l'action des investisseurs pour information défectueuse est portée devant le juge pénal, le droit de recours ne pourra avoir lieu lors de la même instance, et devra prendre la forme d'une nouvelle action, récursoire cette fois, exercée *a posteriori* devant le juge civil¹⁶³⁶. Ainsi, dans l'affaire *Sidel*, la cour d'appel a jugé irrecevable l'action récursoire de la société à l'encontre de son ancien président-directeur général, « *le préjudice invoqué ne résultant pas directement de l'infraction* »¹⁶³⁷, c'est-à-dire en application simplement de l'article 2 du Code de

¹⁶³⁴ Le plus souvent, la société engage la responsabilité de ses dirigeants dans le cadre d'une action récursoire après qu'elle a préalablement été condamnée à réparer le préjudice causé à un tiers par une faute d'un ou plusieurs de ses dirigeants, notamment en cas de condamnation *in solidum* de la société et des dirigeants, mais elle peut également exercer une action à l'encontre d'un dirigeant fautif en dehors de toute condamnation préalable.

¹⁶³⁵ Cette solution a été confirmée par la jurisprudence : Cass. 1^{re} civ. 15 mai 2007, n° 06-12.317 : Dr. sociétés, 2007, n° 151, obs. R. Mortier. Elle est parfois critiquée en doctrine. M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 312, y voient un paradoxe puisqu'elle aboutit à mieux traiter la société que les tiers alors même que celle-ci a le pouvoir de nommer et de révoquer les dirigeants. S. Messaï-Bahri, *op. cit.*, n° 457 et 458, approuve la solution mais émet des doutes sur son fondement, consistant, selon elle, non pas dans la théorie de l'écran social mais dans la situation de dépendance dans laquelle se trouve la société par rapport au dirigeant : « *pourquoi ne pas admettre, à l'instar des agents publics, que la société est dans l'impossibilité d'engager la responsabilité civile de son dirigeant si elle ne rapporte pas la preuve d'une faute séparable de ses fonctions (...). Pour quelles raisons la société doit-elle bénéficier d'un meilleur sort que les tiers ? L'explication par la théorie de l'écran social, avant tout fonctionnelle, suffit-elle réellement à justifier la différence de traitement dont les victimes font l'objet ? En fait, ce sont surtout des considérations d'opportunité qui paraissent véritablement expliquer cette différence de traitement (...). Dès lors qu'elle ne peut agir par ses propres moyens, la société est tributaire de l'action du dirigeant. Cette situation la met de fait dans une situation d'infériorité et de dépendance à son égard. Cette prééminence semble expliquer pourquoi il convient d'apprécier avec une particulière sévérité les éventuelles fautes commises par le dirigeant au détriment de la société. Or, étendre l'exigence d'une faute séparable des fonctions du dirigeant à la société, reviendrait à la fragiliser considérablement* ».

¹⁶³⁶ Cf. *supra*.

¹⁶³⁷ CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, n° 06/09306, *Sidel*, préc. En première instance, le tribunal correctionnel avait fait de même mais au motif erroné que la société n'exposait « *pas suffisamment en quoi les*

procédure pénale sur la recevabilité de l'action civile devant le juge répressif. Or, comme on l'a vu, la voie pénale, pour des raisons tenant notamment à la commodité de la preuve, est souvent préférée à la voie civile par les investisseurs victimes d'une information publique défectueuse.

Deuxièmement et surtout, le droit de recours souffre des lacunes, largement connues, de toute action de la société exercée à l'encontre des dirigeants. L'action sociale peut en effet être exercée de deux manières : soit *ut universi*, par l'intermédiaire des organes sociaux en tant que représentants de la personne morale ; soit *ut singuli*, par l'intermédiaire d'actionnaires agissant, à titre individuel, contre les dirigeants au nom et pour le compte de la société selon des modalités précisément définies, en application de l'article L. 225-252 du Code de commerce : « outre l'action en réparation du préjudice subi personnellement, les actionnaires peuvent, soit individuellement, soit par une association répondant aux conditions fixées à l'article L. 225-120 soit en se groupant dans les conditions fixées par décret en Conseil d'Etat, intenter l'action sociale en responsabilité contre les administrateurs ou le directeur général. Les demandeurs sont habilités à poursuivre la réparation de l'entier préjudice subi par la société, à laquelle, le cas échéant, les dommages-intérêts sont alloués »¹⁶³⁸.

Or, aucun de ces deux types d'action n'est d'une grande effectivité lorsqu'elle est exercée contre les dirigeants. L'action *ut universi* sera rarement exercée, les dirigeants étant généralement peu enclins à engager leur propre responsabilité¹⁶³⁹, sauf dans le cas où une nouvelle équipe dirigeante est nommée, par exemple à la suite du succès d'une offre publique d'achat, mais l'hypothèse demeurera assez rare¹⁶⁴⁰. L'action *ut singuli* a certes été conçue par le législateur comme un mécanisme dérogatoire¹⁶⁴¹ permettant aux actionnaires, y compris à

fautes commises par l'intéressé seraient dissociables du contrôle de la société » (T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, n° 0018992026, Sidel, préc.).

¹⁶³⁸ Dans la société anonyme, les actionnaires doivent en principe détenir au moins 5 % du capital social pour être admis à exercer ensemble l'action sociale ; ce pourcentage est toutefois plus faible lorsque le capital social représente plus de 750 000 euros (C. com., art. R. 225-169). L'action sociale *ut singuli* existe par ailleurs dans tous les types de société, selon l'article 1843-5 al. 1 du Code civil : « outre l'action en réparation du préjudice subi personnellement, un ou plusieurs associés peuvent intenter l'action sociale en responsabilité contre les gérants. Les demandeurs sont habilités à poursuivre la réparation du préjudice subi par la société ; en cas de condamnation, les dommages-intérêts sont alloués à la société ».

¹⁶³⁹ V. M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 301, observant que les dirigeants sont « rarement enclins à tresser la corde qui servira à les pendre ».

¹⁶⁴⁰ V. M. Germain, *Les droits des minoritaires*, RIDC, 2002, n° 2, p. 401 à 409.

¹⁶⁴¹ Cette attribution dérogatoire de la qualité pour agir à un actionnaire justifie notamment le caractère subsidiaire de l'action *ut singuli*, qui ne peut être entreprise qu'en cas de carence des dirigeants sociaux dans l'exercice de l'action *ut universi* (v. notamment M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 301).

un seul d'entre eux, de se substituer aux représentants légaux pour demander réparation du préjudice social, afin de remédier à l'inaction de ces derniers. Mais il n'a pas donné à cette action, à laquelle il a reconnu pourtant un caractère d'ordre public¹⁶⁴², les moyens lui permettant d'être réellement effective, étant donné que le coût de l'action repose sur l'actionnaire alors que les dommages-intérêts seront, en cas de succès, alloués à la société¹⁶⁴³. En outre, il existe, en quelque sorte, une inégalité des armes entre l'actionnaire agissant seul ou à quelques-uns et le dirigeant généralement défendu par la société¹⁶⁴⁴. Ces inconvénients majeurs, surtout à vrai dire le premier d'entre eux, expliquent là encore la rareté des actions *ut singuli*. Ce constat n'est d'ailleurs pas spécifique à la France, puisque dans les autres Etats consacrant une action *ut singuli*, celle-ci reste généralement peu fréquente en pratique, « *dès lors que les actionnaires demandeurs courent le risque de supporter les frais de justice inhérents à ces actions sans en retirer de bénéfices directs en cas d'issue favorable* »¹⁶⁴⁵.

Il en résulte en définitive que le droit des sociétés n'offrira en pratique à l'émetteur, alors qu'il est généralement la première cible des actions en responsabilité civile des investisseurs en raison de sa surface financière, que peu de possibilités d'exercer un droit de recours contributoire à l'encontre des dirigeants sociaux fautifs. Aussi proposons-nous que soit adoptée dans le code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF une recommandation tendant à son exercice effectif.

b - La proposition d'adoption d'une recommandation dans le code de gouvernement d'entreprise

¹⁶⁴² V. notamment l'article 225-253 du Code de commerce aux termes duquel « *est réputée non écrite toute clause des statuts ayant pour effet de subordonner l'exercice de l'action sociale à l'avis préalable ou à l'autorisation de l'assemblée générale, ou qui comporterait par avance renonciation à l'exercice de cette action. Aucune décision de l'assemblée générale ne peut avoir pour effet d'éteindre une action en responsabilité contre les administrateurs ou contre le directeur général pour faute commise dans l'accomplissement de leur mandat* ».

¹⁶⁴³ V. notamment M. Germain, *La responsabilité civile des dirigeants sociaux, rapport de synthèse*, in *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque, dir. R. Vatinet, Rev. sociétés, 2003, p. 284, spéc. p. 286 ; M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 302.

¹⁶⁴⁴ V. les observations et les propositions à ce sujet de D. Schmidt, *De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés « cotées » in bonis*, in *Études de droit privé : mélanges offerts à Paul Didier*, avant-propos M. Germain, préf. J. Foyer, Economica, 2008, p. 383, spéc. p. 391 et 392. V. déjà G. Chesné, *L'exercice ut singuli de l'action sociale dans la société anonyme*, RTD com., 1962, p. 347.

¹⁶⁴⁵ A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 530. V. *ibid.*, n° 529, l'étude très détaillée menée par cet auteur sur les conditions d'exercice de l'action *ut singuli* en Allemagne et au Royaume-Uni. Adde B.R. Cheffins & B.S. Black, *Outside Director Liability Across Countries*, 84 *Texas L. Rev.* 1385, 1463 (2006).

- 625 - **Première proposition : l'exercice effectif d'une action récursoire par les sociétés cotées contre leurs dirigeants.** Il est important, au regard de la fonction dissuasive, que les dirigeants s'acquittent de la part de responsabilité qui leur revient, et ce d'autant que le jeu éventuel postérieur de leur assurance de responsabilité civile pourra éventuellement être neutralisé¹⁶⁴⁶. Or, cet objectif pourrait être partiellement atteint si les émetteurs exerçaient effectivement leur droit de recours contributoire à l'encontre des dirigeants avec lesquels ils sont solidairement condamnés à travers une action récursoire exercée *a posteriori*. Ce serait alors au juge civil de trancher sur la part contributive de la société et des dirigeants dans la dette de réparation, et ce en fonction en principe de la gravité de leur faute respective. Evidemment, il serait encore plus efficace, au regard de la fonction dissuasive, que la société exerce son recours contributoire à l'égard des dirigeants même lorsqu'elle a été seule atraite en justice et condamnée en réparation, à travers classiquement soit un appel en garantie au sein de la même instance, soit l'exercice d'une action récursoire ultérieure (en fonction du choix de la société et des possibilités procédurales selon que le juge saisi est le juge civil ou répressif). Cette solution, certes séduisante puisque la société devrait alors aller chercher elle-même la responsabilité de ses dirigeants quand bien même les victimes ne l'auraient pas fait directement, serait difficile à mettre en œuvre en pratique. En effet, elle se heurterait aux mêmes écueils que ceux classiquement évoqués à propos de l'action sociale *ut universi* contre les dirigeants, puisque ce serait à eux de choisir ceux d'entre eux qui devraient faire l'objet d'un recours contributoire. Il est donc préférable de se limiter au cas où la société a été condamnée solidairement ou *in solidum* avec ses dirigeants, sachant que, si l'initiative repose alors sur les victimes, celles-ci ont tendance à élargir le cercle des responsables potentiels contre lesquels elles exercent leur action en vue de maximiser leur chance d'indemnisation.
- 626 - **Seconde proposition : le recours au droit souple à travers une recommandation du code AFEP-MEDEF.** Comment toutefois en pratique rendre cette action récursoire effective compte tenu des lacunes, que nous venons d'évoquer, relatives à l'exercice de l'action sociale contre les dirigeants ? L'on pourrait envisager d'abord de rendre ce recours obligatoire par la loi, qui prévoirait ainsi que lorsque la société est condamnée solidairement ou *in solidum* avec ses dirigeants, elle soit contrainte d'exercer une action récursoire à leur

¹⁶⁴⁶ Cf. *infra*.

encontre. La fonction dissuasive y trouverait assurément au mieux son compte. Toutefois, le recours à une norme obligatoire nous paraît, d'une part, trop risqué pour une proposition doctrinale dont nous ne mesurerons peut-être pas toutes les conséquences pratiques, et d'autre part, d'un formalisme trop lourd en ce qu'il nécessiterait l'adoption d'une disposition législative spéciale dans le Code de commerce, et ce alors que le droit non contraignant (« *soft law* »), que l'on qualifie parfois de « *droit souple* »¹⁶⁴⁷, a fait la preuve de son efficacité dans le domaine des sociétés cotées, qui constituent le champ d'application de cette thèse.

En effet, dans le cadre du développement du gouvernement d'entreprise en France, a été élaboré progressivement, à l'initiative des organisations patronales¹⁶⁴⁸, un code de gouvernement d'entreprise applicable aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, dont la dernière mouture date de novembre 2015¹⁶⁴⁹. Ce code de bonne conduite, souvent dénommé « *code AFEP-MEDEF* » du nom de ses auteurs, contient des recommandations non contraignantes visant à instaurer des bonnes pratiques en matière de gouvernance (dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général, nombre suffisant d'administrateurs indépendants, constitution de comités au sein du conseil d'administration¹⁶⁵⁰ notamment) et de rémunération (par l'encadrement et la transparence). Il s'agit essentiellement de s'assurer, sur le fondement de la théorie de l'agence, que les dirigeants exercent bien le pouvoir qui leur est confié dans l'intérêt des actionnaires, et non dans leur intérêt propre. Le dispositif est toutefois plus contraignant qu'il n'en a l'air puisqu'aux termes des articles L. 225-37 et L. 225-68 du Code de commerce : d'une part, les sociétés cotées qui ne se réfèrent pas volontairement à un code de

¹⁶⁴⁷ V. notamment C. Thibierge, *Le droit souple – Réflexions sur les textures du droit*, RTD civ., 2003, p. 599. V. également S. Gerry-Vernières, *Les « petites » sources du droit – A propos des sources étatiques non contraignantes*, préf. N. Molfessis, Economica, 2012.

¹⁶⁴⁸ Plus précisément, l'Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et le Mouvement des Entreprises de France (MEDEF).

¹⁶⁴⁹ Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP-MEDEF, révisé en novembre 2015, dit « *code AFEP-MEDEF* ». Il existe également un code dénommé « *code MiddleNext* », du nom de l'association MiddleNext qui regroupe les valeurs moyennes et petites (dites « *VaMPs* »), c'est-à-dire les sociétés cotées sur un marché réglementé dont la capitalisation boursière est inférieure à un milliard d'euros (compartiments B et C du marché Eurolist) ou sur le système multilatéral de négociation organisé Alternext. Ce code tient davantage compte de la situation spécifique de ces sociétés dont l'actionnariat est généralement moins dilué que celui des grandes valeurs cotées et qui ont souvent un actionnaire de référence important exerçant des fonctions de direction. Le but de la gouvernance est donc davantage centré pour ces sociétés sur la conciliation entre le pouvoir des actionnaires majoritaires et la protection des actionnaires minoritaires. En pratique, ces sociétés ont le choix entre le code AFEP-MEDEF ou le code MiddleNext.

¹⁶⁵⁰ On notera que l'ordonnance n° 2008-1728 du 8 décembre 2008 a rendu obligatoire pour les sociétés cotées l'institution au sein de leur conseil d'administration ou de surveillance d'un comité d'audit ou des comptes (C. com., art. L. 823-19).

gouvernement d'entreprise, sont tenues d'en expliquer les raisons dans leur rapport annuel ou document de référence ; d'autre part, les sociétés cotées qui, tout en se référant à un code de gouvernement d'entreprise, en écartent certaines dispositions, sont tenues dans leur rapport annuel ou document de référence de préciser de quelles dispositions il s'agit et de s'en justifier¹⁶⁵¹. C'est le fameux principe « *appliquer ou s'expliquer* » (« *comply or explain* »), qui vient apporter une limite significative au principe de liberté gouvernant le droit souple.

En pratique, la majorité des sociétés cotées se réfère au code AFEP-MEDEF et applique en grande partie ses recommandations¹⁶⁵², même si, comme le constate l'AMF, elles ne précisent pas encore suffisamment les raisons qui les incitent à écarter certaines dispositions¹⁶⁵³. D'ailleurs, le rapport parlementaire Clément-Houillon sur la transparence de la gouvernance d'entreprise de février 2013, s'il a mis en évidence certaines lacunes liées à l'autorégulation, n'a en aucune manière préconisé un abandon du droit souple, dont il a par ailleurs vanté certaines vertus, mais simplement un meilleur équilibre entre la loi et les codes de gouvernance, notamment en instaurant une obligation pour les grandes entreprises de se référer à un code, la fixation par la loi d'une liste de sujets à traiter dans le code, et la mise en place de sanctions en cas de violation de l'obligation de se référer à un code de gouvernance¹⁶⁵⁴.

Si ce rapport n'a pas donné lieu à la réforme législative attendue et que ces préconisations n'ont pas été adoptées, il a tout de même entraîné une importante révision du code AFEP-MEDEF en 2013 visant à renforcer le contrôle du mécanisme du *comply or explain*¹⁶⁵⁵. Or,

¹⁶⁵¹ V. Y. Paclot, *La juridicité du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, Rev. sociétés, 2011, p. 395, considérant que ce code n'est pas dépourvu de force normative. Adde M. Cozian, A. Viandier et F. Deboisssy, *op. cit.*, n° 568, indiquant qu'en application du principe « *comply or explain* », les investisseurs sont informés de la qualité de la gouvernance d'une société, ce qui peut constituer un critère d'investissement au même titre que ses résultats.

¹⁶⁵² V. M. Germain, V. Magnier et M.-A. Noury, *La gouvernance des sociétés cotées*, JCP E, 2013, n° 47, p. 18, spéc. p. 24 et 25, constatant à cet égard un phénomène de « *mimétisme* », assez répandu dans les entreprises, et consistant à appliquer le code autant que possible, dans le but de s'aligner sur les pratiques reconnues comme bonnes et de répondre ainsi aux attentes des investisseurs qui, ayant peu de temps à consacrer à la lecture des rapports, privilégient les sociétés qui respectent étroitement les recommandations du code.

¹⁶⁵³ V. Rapport 2013 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 10 oct. 2013. L'AMF y constate une amélioration générale des pratiques en matière de gouvernance et de rémunérations, tout en regrettant un manque de précisions sur les justifications avancées. Déjà dans son rapport de 2012, elle avait relevé un phénomène de « *standardisation* » des justifications avancées par les sociétés et avait recommandé que les justifications soient « *plus précises et adaptées à la situation particulière de la société* » (Rapport 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 11 oct. 2012).

¹⁶⁵⁴ Rapp. AN n° 737, 20 févr. 2013, sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, p. 5 et s.

¹⁶⁵⁵ Sur cette version, v. notamment S. Schiller, V. Magnier, I. Tchotourian, G. Gaède, J.-C. Duhamel et C. Lambert, dossier *Le nouveau code AFEP-MEDEF de juin 2013*, Actes pratiques et Ingénierie Sociétaire, mars 2014, n° 134, p. 5.

c'est là que réside l'essentiel des lacunes de l'autorégulation, en ce que, comme nous l'avons dit, si la plupart des sociétés se réfèrent volontairement à un code, sans qu'elles y soient obligées, elles apportent encore des justifications trop imprécises, lapidaires ou standardisées lorsqu'elles décident d'écarter une recommandation. La révision du code en 2013 devrait toutefois améliorer les choses à cet égard car elle a consacré deux avancées importantes au regard de l'application effective du principe *comply or explain*. D'une part, elle a donné un caractère plus strict à ce principe puisque les sociétés sont désormais tenues de fournir des explications précises et circonstanciées lorsqu'elles s'écartent d'une recommandation¹⁶⁵⁶. D'autre part, elle a instauré un Haut Comité de gouvernement d'entreprise, chargé d'assurer le suivi de l'application du code et disposant de prérogatives importantes : il pourra s'autosaisir s'il constate qu'une société n'applique pas une recommandation sans explication suffisante et donner un avis au conseil d'administration ; si la société décide malgré tout de ne pas suivre l'avis du Haut Comité, elle devra en faire mention dans son rapport annuel ou document de référence et indiquer les raisons pour lesquelles elle a décidé de ne pas y donner suite, de sorte que les actionnaires pourront alors se saisir de la question¹⁶⁵⁷. On rappellera enfin que l'AMF publie chaque année un rapport sur la base des informations données par les sociétés, et peut approuver toute recommandation qu'elle juge utile¹⁶⁵⁸.

En définitive, le code AFEP-MEDEF, quoiqu'il procède de l'autorégulation, nous semble ainsi doté, de manière générale, d'une efficacité non négligeable en matière de gouvernance des sociétés cotées¹⁶⁵⁹. Il est d'ailleurs remarquable que le gouvernement ait préféré y recourir

¹⁶⁵⁶ Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP-MEDEF, art. 25.1 : « *les sociétés cotées qui se réfèrent à ce code de gouvernement d'entreprise doivent faire état de manière précise, dans leur document de référence ou dans leur rapport annuel, de l'application des présentes recommandations et fournir une explication lorsqu'elles écartent, le cas échéant, l'une d'entre elles. L'explication à fournir lorsqu'une recommandation n'est pas appliquée doit être compréhensible, pertinente et circonstanciée. Elle doit être étayée et adaptée à la situation particulière de la société et indiquer, de manière convaincante, en quoi cette spécificité justifie la dérogation ; elle doit indiquer les mesures alternatives adoptées le cas échéant et décrire les actions qui permettent de maintenir la conformité avec l'objectif poursuivi par la disposition concernée du code (...)* ».

¹⁶⁵⁷ Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP-MEDEF, art. 25.2. V. M. Germain, V. Magnier et M.-A. Noury, art. préc., p. 25, qui voient dans cette nouvelle institution une avancée importante.

¹⁶⁵⁸ C. mon. fin., art. L. 621-18-3. Selon M. Germain, V. Magnier et M.-A. Noury, art. préc., p. 25, l'AMF a en outre décidé récemment de citer les sociétés dont les explications ne seraient pas jugées satisfaisantes, ce qui correspond à la pratique anglo-américaine du « *name and shame* ».

¹⁶⁵⁹ M. Germain, V. Magnier et M.-A. Noury, art. préc., p. 25, estimant, à l'issue d'une étude détaillée, que « *le code de gouvernance constitue aujourd'hui le meilleur instrument de la gouvernance et la règle *comply or explain* permet qu'il soit respecté sans empêcher son évolution en fonction d'innovations de la pratique* ».

pour introduire la pratique du vote consultatif des actionnaires sur la rémunération des dirigeants¹⁶⁶⁰, dite « *say on pay* »¹⁶⁶¹, plutôt que de procéder par voie législative¹⁶⁶².

Aussi préférons-nous, dans un premier temps tout du moins, une solution à la fois plus flexible et plus légère, qui prendrait la forme, dans le cadre du droit souple, de l'adoption d'une recommandation dans le code AFEP-MEDEF applicable aux sociétés cotées. Il nous semble en outre que l'exercice d'une action récursoire par la société à l'encontre de ses dirigeants sociaux entre bien dans le cadre du gouvernement d'entreprise puisqu'elle vise à assurer le respect de l'intérêt des actionnaires par les dirigeants sociaux, d'une part en faisant supporter par ces derniers leur part dans la dette de réparation, qui autrement incomberait en entier à la société et donc indirectement à ses actionnaires, et d'autre part en les incitant à ne pas commettre de nouvelles fautes. Il est d'ailleurs remarquable à cet égard que le rapport parlementaire Clément-Houillon sur la transparence de la gouvernance d'entreprise de février 2013 ait formulé plusieurs propositions visant à responsabiliser les dirigeants sociaux, et notamment la consécration d'une action de groupe étendue au droit économique et financier¹⁶⁶³.

Il est vrai que lorsque le code AFEP-MEDEF, relatif aux sociétés cotées, prend en compte l'intérêt des investisseurs au-delà des seuls actionnaires, c'est pour enjoindre au conseil d'administration, et non à la société elle-même, certaines mesures en matière de communication financière¹⁶⁶⁴ ; il nous semble toutefois que ce code pourrait adopter, en la matière, une perspective plus large en prescrivant des recommandations aux sociétés cotées elles-mêmes. Au-delà, nous ne voyons pas de raison de limiter *a priori* le champ d'application de cette recommandation au seul cas précisément de la communication financière, étant donné

¹⁶⁶⁰ Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées AFEP-MEDEF, art. 24.3.

¹⁶⁶¹ Cette pratique prend la forme soit d'un vote consultatif, soit d'un vote contraignant sur la rémunération des dirigeants sociaux. Elle existe aux Etats-Unis et au Royaume-Uni depuis déjà plusieurs années, et a été introduite dans de nombreux pays européens.

¹⁶⁶² V. notamment, à ce propos, Y. Paclot, *Gouvernance d'entreprise : la révision du code AFEP-MEDEF préférée à la loi*, Bull. Joly Sociétés, 2013, n° 9, p. 556 ; S. Torck, *Rémunération des dirigeants de sociétés cotées : la régulation plutôt que la moralisation*, Dr. sociétés, 2013, n° 10, comm. 163. *Contra* E. Dubois et J. Chacornac, *Les limites de l'autorégulation en droit des sociétés*, Bull. Joly Sociétés, 2013, n° 11, p. 758, estimant de manière plus générale que l'autorégulation sert en fait de paravent à un manque de volonté politique.

¹⁶⁶³ Rapp. AN n° 737, 20 févr. 2013, sur la transparence de la gouvernance des grandes entreprises, p. 40 et s.

¹⁶⁶⁴ V. ainsi l'article 2 du code AFEP-MEDEF, intitulé « *Le conseil d'administration et le marché* », et qui enjoint au conseil d'administration des sociétés cotées de définir rigoureusement la politique de communication financière de la société avec les analystes financiers et le marché, et de veiller à ce que tous « *les investisseurs reçoivent une information pertinente, équilibrée et pédagogique sur la stratégie, le modèle de développement et les perspectives à long terme de l'entreprise* ».

que la tendance actuelle est à la responsabilisation générale des dirigeants sociaux, notamment par la responsabilité civile. La recommandation que nous proposons pourrait ainsi être formulée de la manière suivante : « *les sociétés cotées, lorsqu'elles sont condamnées solidairement ou in solidum avec certains de leurs dirigeants sociaux à des dommages-intérêts dont elles s'acquittent en totalité, exercent une action récursoire à l'encontre desdits dirigeants sociaux pour leur part contributive* ».

627 - Respect des fonctions réparatrice et dissuasive de la responsabilité civile. Au regard de la fonction dissuasive, cette recommandation sera, il nous semble, suffisamment incitative, en ce qu'en application du principe *comply or explain*, les sociétés cotées préférant ne pas l'appliquer devront s'en expliquer publiquement. Elle pourra d'ailleurs, dans un second temps, faire l'objet d'une consécration législative, comme il en a été d'ailleurs d'un certain nombre de dispositions de ce code, voire même inspirer le législateur en droit commun des sociétés. Elle ne mettra pas, par ailleurs, en danger, contrairement à la proposition de l'instauration d'une responsabilité proportionnelle, la fonction première de réparation de la responsabilité civile, puisque sera maintenu le principe de la solidarité et donc de l'obligation au tout du débiteur le plus solvable qu'est l'émetteur.

Il reviendra pour finir au juge civil - que la condamnation ait été prononcée par le juge pénal ou civil - de fixer la part contributive de chacun, en principe en fonction de la gravité de leur faute. Il faut, à cet égard, être réaliste ; la détermination de la part contributive de la société et de ses dirigeants sera ici d'une infinie difficulté : comment parvenir à distinguer la part de la faute qui revient à la société et celle qui revient aux dirigeants, alors même que la première agit par le truchement des seconds ? Faudrait-il mesurer, pour ce faire, le degré de séparabilité de la faute des fonctions sociales ? Ce serait, là encore, particulièrement délicat, et ce d'autant que, si l'action civile a été exercée devant le juge pénal, celui-ci ne s'attache pas au caractère séparable. En vérité, cette détermination relèvera en grande partie de l'arbitraire. Il nous semble qu'il serait de bonne politique juridictionnelle de condamner les dirigeants en fonction de la gravité de la faute et dans la limite de leurs capacités contributives - le montant ne devant pas à cet égard être trop faible pour rester dissuasif -, et faire supporter le restant par l'émetteur, aux capacités financières plus étendues. Seraient ainsi bien assurées fonction dissuasive et fonction réparatrice. Encore faut-il cependant, au regard de la première de ces deux fonctions, que le poids indemnitaire incombant aux dirigeants sociaux ne soit pas

entièrement neutralisé par le jeu de l'assurance ou de la prise en charge de la responsabilité de ses dirigeants par la société...

B - La limitation de l'assurance et l'exclusion de la prise en charge de la responsabilité des dirigeants

628 - **Limitation de l'assurance et exclusion de la prise en charge de la responsabilité des dirigeants.** Il est impératif également, afin d'assurer une certaine fonction dissuasive, que soit, d'une part, limitée l'assurance des dirigeants sociaux (1), et que soit, d'autre part, exclue la prise en charge de la responsabilité des dirigeants sociaux par la société (2).

1 - La limitation de l'assurance de responsabilité des dirigeants

629 - **La pratique de l'assurance de responsabilité civile des dirigeants sociaux.** La pratique de l'assurance de responsabilité civile des dirigeants sociaux a pris naissance à Londres au lendemain de la crise de 1929 puis s'est développée ensuite principalement aux Etats-Unis sous le nom de « *Directors' and Officers' Liability Insurance* » (« *D&O Liability Insurance* »), ce qui désigne à la fois les fonctions de mandataires sociaux et de dirigeants exécutifs¹⁶⁶⁵. Aujourd'hui, la souscription par les sociétés cotées d'une assurance de responsabilité civile au profit de leurs dirigeants est généralisée aux Etats-Unis. Ainsi, dans le cadre des actions collectives boursières, si les demandeurs engagent la responsabilité civile à la fois de l'émetteur et des dirigeants sociaux à titre personnel, les fonds qu'ils percevront, lors de la conclusion de la transaction, proviendront essentiellement des assureurs dans la limite de la police d'assurance et des émetteurs, de sorte que les dirigeants ne financeront que très rarement une partie de l'indemnisation des investisseurs. Le phénomène est accentué par l'importance du rôle des avocats au sein de ces procédures, pour lesquels le but est essentiellement de maximiser le montant des dommages-intérêts, dont va en grande partie dépendre leur rémunération, quel qu'en soit le débiteur, plutôt que de chercher à assurer une

¹⁶⁶⁵ V. H. Husson et M. Lestienne, *Le périmètre de la garantie : les personnes couvertes, les risques couverts*, Bull. Joly Sociétés, n° 9, in *dossier Assurance de responsabilité des dirigeants*, dir. A. Couret, Bull. Joly Sociétés, 2010, p. 775. Sur la responsabilité civile des dirigeants sociaux aux Etats-Unis en général, v., notamment, J. Maria Perez, *Esquisse sur la responsabilité civile des dirigeants sociaux en droit américain*, in *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque du 16 déc. 2002, dir. R. Vatinet, Rev. sociétés, 2003, p. 195.

fonction punitive ou dissuasive en atteignant le patrimoine des dirigeants sociaux. Ces actions sont par conséquent en grande partie indolores, tout du moins financièrement, pour les dirigeants sociaux¹⁶⁶⁶, et ce d'autant que la société ne se retournera généralement pas contre eux¹⁶⁶⁷.

Si ce type d'assurance n'est arrivé que bien plus tard, vers le milieu des années 1970, en France¹⁶⁶⁸, il y est aujourd'hui couramment pratiqué¹⁶⁶⁹, comme dans le reste de l'Europe d'ailleurs¹⁶⁷⁰. Généralement, c'est la société elle-même¹⁶⁷¹ qui souscrit le contrat de police d'assurance destiné à couvrir la responsabilité personnelle de ses dirigeants, dite police « *responsabilité civile des mandataires sociaux* » (« *RCMS* »), et en paie les primes, celles-ci étant généralement élevées. La licéité du paiement par la société des primes d'une assurance qui vient couvrir la responsabilité civile des dirigeants (généralement les conséquences

¹⁶⁶⁶ V. notamment B.S. Black, B.R. Cheffins & M. Klausner, *Outside Director Liability*, 58 *Stan. L. Rev.* 1055, 1068 (2006), qui ont montré, dans leur étude réalisée en 2006, que seulement treize transactions extrajudiciaires conclues depuis 1980, y compris celles relatives aux affaires *WorldCom* et *Enron*, ont impliqué un paiement de la part des administrateurs. Les affaires *WorldCom* et *Enron* constituent à cet égard des cas particuliers. V. A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 533, indiquant que dans la transaction conclue en 2005 dans l'affaire *WorldCom* pour un montant total de 54 millions de dollars, onze administrateurs indépendants ont accepté de contribuer à hauteur de 18 millions, et que dans la transaction conclue dans l'affaire *Enron*, dix administrateurs indépendants ont accepté de verser 13 millions de dollars, sur un montant total de 168 millions de dollars, au regard des plus-values qu'ils avaient pu précédemment réaliser lors de la revente de leurs actions de la société.

¹⁶⁶⁷ V., notamment sur l'assurance des dirigeants sociaux aux Etats-Unis, T. Baker & S.J. Griffith, *Predicting Corporate Governance Risks: Evidence from the Directors' & Officers' Liability Insurance Market*, 74 *U. Chi. L. Rev.* 487 (2007) ; S.J. Griffith, *Uncovering a Gatekeeper: Why the SEC Should Mandate Disclosure of Details Concerning Directors' and Officers' Liability Insurance Policies*, 154 *U. Pa. L. Rev.* 1147 (2006) ; T. Baker & S.J. Griffith, *How the Merits Matter: D&O Insurance and Securities Settlements*, *University Pa. Inst. For Law & Econ. Research, Working Paper No. 08-22*, 2009.

¹⁶⁶⁸ V. H. Husson et M. Lestienne, art. préc., p. 775.

¹⁶⁶⁹ V. notamment Ch. Freyria, *L'assurance de responsabilité du management*, D., 1995, chron., p. 120 ; A. Constantin, *De quelques aspects de l'assurance de responsabilité civile des dirigeants sociaux*, RJDA, 7/2003, p. 595 ; P.-G. Marly, *La faute dans l'assurance de responsabilité des dirigeants*, JCP E, 2006, n° 12, 1490 ; dossier *Assurance de responsabilité des dirigeants*, dir. A. Couret, Bull. Joly Sociétés, 2010, p. 760 ; JurisClasseur Sociétés, fasc. n° 132-15, *Assurances de responsabilité – Dirigeants sociaux*, par J. Monnet. Adde A. Cohen-Jonathan et K. Haeri, *L'assurance de responsabilité civile des mandataires sociaux de l'entreprise*, Rev. sociétés, 2015, p. 487.

¹⁶⁷⁰ V. ainsi B.R. Cheffins & B.S. Black, *Outside Director Liability Across Countries*, 84 *Texas L. Rev.* 1385, 1455 (2006).

¹⁶⁷¹ Le mécanisme utilisé est donc celui de l'assurance pour compte, expressément prévue par le Code des assurances en son article L. 112-1, qui permet de disjoindre les qualités d'assuré et de souscripteur, en s'appuyant sur la stipulation pour autrui – l'assureur (promettant) s'engage envers la société souscriptrice (stipulant) à assurer les dirigeants sociaux (tiers bénéficiaires en tant qu'assurés). Toutefois, l'assurance pour compte peut également bénéficier au souscripteur du contrat, comme le permet l'alinéa 2 de l'article précité, de sorte que l'assurance de responsabilité civile des dirigeants sociaux peut également profiter à la société, notamment lorsque sa responsabilité civile est engagée par des tiers pour leur préjudice causé par les fautes non détachables des dirigeants sociaux, sauf dispositions contraires dans le contrat d'assurance, l'article L. 112-1 précité n'étant pas impératif. V. notamment A. Constantin, *L'utilité de l'assurance des dirigeants sociaux au regard de la jurisprudence de la Cour de cassation*, in dossier *Assurance de responsabilité des dirigeants*, dir. A. Couret, Bull. Joly Sociétés, 2010, p. 762, spéc. p. 767.

financières ainsi que les frais processuels¹⁶⁷² liés aux actions en responsabilité civile engagées à leur rencontre) a ainsi pu être mise en doute au regard notamment de la conformité à l'intérêt social, et de l'incrimination d'abus de biens sociaux¹⁶⁷³. Pour être caractérisée, cette infraction nécessite un élément matériel (un usage contraire à l'intérêt social) et un élément moral (un dol général, consistant dans le fait d'avoir commis l'acte répréhensible en connaissance de cause¹⁶⁷⁴, et un dol spécial, consistant dans la recherche d'un intérêt personnel). La doctrine a toutefois apporté des arguments assez convaincants pour justifier la conformité à l'intérêt social : premièrement, l'assurance ne couvre pas les dirigeants personnellement, mais ceux qui exercent les fonctions sociales visées au contrat d'assurance ; deuxièmement, comme nous l'avons dit, la société souscriptrice peut également en être bénéficiaire ; troisièmement, la société certes paie les primes d'assurance, mais ne garantit pas elle-même les dirigeants, puisque c'est la compagnie d'assurances qui porte le risque assuré. Elle a fait valoir en outre avec beaucoup de justesse que, même si la contrariété à l'intérêt social de certaines garanties était établie, encore faudrait-il prouver, au regard de l'élément moral de l'infraction d'abus de biens sociaux, que le dirigeant a poursuivi de mauvaise foi un intérêt personnel et direct en concluant le contrat d'assurance au nom de la société ; or, le contrat n'est pas souscrit au profit exclusivement du dirigeant en question, mais de l'ensemble des individus appelés à exercer les mêmes fonctions, et, au moment de la souscription, l'exécution des garanties n'est encore qu'incertaine¹⁶⁷⁵.

Cette pratique apparaît même désormais, comme aux Etats-Unis, généralisée dans les sociétés cotées¹⁶⁷⁶, le risque se concentrant essentiellement sur la mise en cause des dirigeants sociaux

¹⁶⁷² La licéité de la couverture des frais processuels fait débat, notamment lorsque le dirigeant est finalement condamné (v. ainsi S. Messaï-Bahri, *op. cit.*, spéc. n° 1080, estimant que la garantie de ces frais serait contraire à l'intérêt social). *Contra* P.-G. Marly, *Le paiement des primes par la société : réflexion sur la légitimité d'une pratique*, in *dossier Assurance de responsabilité des dirigeants*, dir. A. Couret, Bull. Joly Sociétés, 2010, p. 762, qui ne voit pas de raison de traiter différemment ces frais des dommages-intérêts eux-mêmes, au regard de la licéité de leur garantie.

¹⁶⁷³ V. C. com., art. L. 242-6, 3°. Cette infraction, punie d'un emprisonnement de cinq ans et d'une amende de 375 000 euros, est définie comme le fait pour le président, les administrateurs ou les directeurs généraux d'une société anonyme « de faire de mauvaise foi, des biens ou du crédit de la société, un usage qu'ils savent contraire à l'intérêt de celle-ci, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement ».

¹⁶⁷⁴ D'où le terme de « mauvaise foi », d'ailleurs inutile depuis l'avènement du nouveau Code pénal selon lequel tous les délits sont intentionnels sauf prévision contraire.

¹⁶⁷⁵ Pour plus de détails, v. notamment P.-G. Marly, art. préc., spéc. p. 772 ; A. Constantin, *De quelques aspects de l'assurance de responsabilité civile des dirigeants sociaux*, RJDA, 7/2003, p. 595.

¹⁶⁷⁶ V. Le Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., p. 76, observant qu'aujourd'hui en France les émetteurs souscrivent en pratique systématiquement

par les investisseurs en conséquence notamment des fautes liées à la divulgation de l'information financière¹⁶⁷⁷.

630 - La nécessaire limitation de l'assurance de responsabilité civile des dirigeants sociaux. A l'instar de la pratique américaine, la souscription par les sociétés cotées d'une assurance de responsabilité civile au profit de leurs dirigeants est désormais généralisée en France. Or, comme l'a montré depuis longtemps la doctrine¹⁶⁷⁸, si le phénomène de l'assurance a permis le développement de la responsabilité civile, il en diminue naturellement et fortement la fonction dissuasive. Certes, demeurent pour les dirigeants de sociétés cotées une atteinte réputationnelle, étant donné la publicité donnée à leurs éventuelles condamnations, ainsi que la possibilité que la société les révoque ou répercute à leur encontre la hausse des primes qu'elle se trouve contrainte d'acquitter. Mais il est important que les dirigeants supportent également financièrement les conséquences de leurs actes, ce qui suppose nécessairement une limitation du jeu de l'assurance ; à défaut d'ailleurs, la proposition que nous avons avancée de rendre effectif l'exercice d'une action récursoire par la société en cas de condamnation solidaire ou *in solidum* serait parfaitement inutile, puisque, par cette condamnation, la réputation des dirigeants serait déjà atteinte.

Fort heureusement, cette limitation s'exercera d'abord naturellement par l'exclusion légale de l'assurance des fautes intentionnelles et dolosives (a). En outre, un mécanisme de franchise pourrait être prévu de manière à ce qu'en tout état de cause, une partie de l'indemnisation reste à la charge des dirigeants (b).

a - L'exclusion légale de l'assurance des fautes intentionnelles ou dolosives

631 - La faute intentionnelle ou dolosive en matière de communication financière. La notion de faute intentionnelle ou dolosive ayant été débattue en droit des assurances, il convient au

une police d'assurance de responsabilité civile au bénéfice de leurs dirigeants sociaux ; dans le même sens, A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 532.

¹⁶⁷⁷ V. H. Husson et M. Lestienne, art. préc., p. 775. L'assurance de responsabilité générale de la société ne couvrant pas ce type de risques, les assureurs ont été amenés à couvrir le risque lié à l'information financière à travers l'assurance de responsabilité civile des dirigeants sociaux (*ibid.*, p. 780).

¹⁶⁷⁸ G. Viney, *Le déclin de la responsabilité individuelle*, préf. A. Tunc, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 53, 1965 ; du même auteur, *Introduction à la responsabilité*, *op. cit.*, n° 21 et s. ; S. Carval, *La responsabilité individuelle dans sa fonction de peine privée*, préf. G. Viney, LGDJ, 1995, spéc. n° 7, 14, 325 et s.

préalable de la définir (i) pour constater qu'elle devrait, en tout état de cause, s'appliquer à la plupart des fautes commises par les dirigeants en matière de communication financière (ii).

i - La notion de faute intentionnelle ou dolosive

632 - **La notion de faute intentionnelle ou dolosive en droit des assurances.** Certaines fautes ne sont, par nature, pas assurables. Outre qu'elle interdit, en application du principe de personnalité des peines, l'assurance de responsabilité pénale, si bien qu'une compagnie d'assurances ne peut prendre en charge le paiement d'amendes pénales, la loi, à travers l'article L. 113-1, alinéa 2 du Code des assurances, exclut l'assurance des préjudices résultant des fautes intentionnelles ou dolosives de l'assuré¹⁶⁷⁹. Cette disposition a incontestablement vocation à s'appliquer à l'assuré pour compte et donc dans le cas de la responsabilité civile des dirigeants sociaux¹⁶⁸⁰. La raison d'être de la règle est parfaitement logique : il est de l'essence même du contrat d'assurance que le risque assuré soit un événement aléatoire ; or, si l'assuré a recherché intentionnellement le dommage, c'est-à-dire la réalisation du risque contre lequel il était précisément couvert, il n'existe plus, par définition, d'aléa assurable. En outre, comme le relève M. Philippe Brun, la règle a sans doute également un fondement moral¹⁶⁸¹.

Toutefois, la règle ne se tient d'un point de vue logique que si la faute intentionnelle suppose bien l'intention, chez l'auteur, de causer le dommage. On se rappelle qu'en droit de la responsabilité civile, la faute intentionnelle de l'article 1382 du Code civil est bien classiquement celle qui est commise, certes volontairement, mais également avec l'intention de causer le préjudice¹⁶⁸². Telle est également la conception qui prévaut en droit des assurances au sujet de la faute intentionnelle, donc inassurable. Mme Yvette Lambert-Faivre et M. Laurent Leveneur écrivent ainsi avec beaucoup de finesse : « *l'intention ne s'applique pas à la faute (fait générateur), mais au dommage qui en est l'objet. L'auteur de l'acte ne se*

¹⁶⁷⁹ Code des assurances, art. L. 113-1 : « *les pertes et les dommages occasionnés par des cas fortuits ou causés par la faute de l'assuré sont à la charge de l'assureur, sauf exclusion formelle et limitée contenue dans la police. Toutefois, l'assureur ne répond pas des pertes et dommages provenant d'une faute intentionnelle ou dolosive de l'assuré* ».

¹⁶⁸⁰ V. A. Constantin, *L'utilité de l'assurance des dirigeants sociaux au regard de la jurisprudence de la Cour de cassation*, in *dossier Assurance de responsabilité des dirigeants*, dir. A. Couret, Bull. Joly Sociétés, 2010, p. 762, spéc. p. 768, et la jurisprudence citée.

¹⁶⁸¹ Ph. Brun, *op. cit.*, n° 641.

¹⁶⁸² Cf. *supra*.

*contente pas de commettre une faute volontaire et délibérée (ex. : excès de vitesse, non-respect d'un feu rouge...); l'intention vise la réalisation du dommage : l'expression "dommage volontaire" ou "dommage intentionnel" serait plus exacte »*¹⁶⁸³.

Toutefois, la position de la jurisprudence en droit des assurances sur cette question a pu être hésitante. Si elle s'en est tenue initialement à une conception stricte de la faute intentionnelle, en exigeant de l'assuré qu'il ait bien eu la volonté de causer le dommage, elle a pu ensuite, à l'occasion de certains contentieux, l'assimiler à la simple faute volontaire, c'est-à-dire celle dans laquelle on a voulu l'acte fautif, mais pas le préjudice¹⁶⁸⁴. Elle a également pu considérer que toute faute pénale intentionnelle constituait une faute intentionnelle en droit des assurances alors même qu'en droit pénal, l'intention peut n'être constituée pour certaines infractions que par un dol général consistant à commettre une infraction en connaissance de cause ; c'était donc là aussi confondre volonté de la faute et volonté du résultat dommageable¹⁶⁸⁵. La Cour de cassation est toutefois revenue aujourd'hui à une interprétation plus rigoureuse puisqu'elle a affirmé en 2003 que « *la faute intentionnelle au sens de l'article L. 113-1 du Code des assurances, qui implique la volonté de créer le dommage tel qu'il est survenu, n'exclut de la garantie due par l'assureur à l'assuré, condamné pénalement, que le dommage que cet assuré a recherché en commettant l'infraction* »¹⁶⁸⁶. La faute intentionnelle suppose donc la réunion cumulative de deux éléments : d'une part, une faute commise volontairement, et d'autre part, un dommage recherché par l'auteur de la faute¹⁶⁸⁷. La solution est parfaitement justifiée au regard de la logique du contrat d'assurance, puisque la seule volonté de la faute est par nature insuffisante à retirer au dommage son caractère aléatoire, et, par ailleurs, sur le plan de la politique juridique, plus conforme à la morale et à la protection

¹⁶⁸³ Y. Lambert-Faivre et L. Leveneur, *Droit des assurances*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2011, 13^e éd., n° 385.

¹⁶⁸⁴ V. Ph. Brun, *op. cit.*, n° 642.

¹⁶⁸⁵ V. notamment Ph. Brun, *op. cit.*, n° 642 ; G. Viney et P. Jourdain, *Les effets de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 366-3 ; A. Vignon-Barrault, *op. cit.*, n° 643 et s.

¹⁶⁸⁶ Cass. 1^{re} civ. 27 mai 2003 : RCA, 2003, comm. 282, obs. H. Groutel. *Adde* Cass. 1^{re} civ. 6 avr. 2004 : RCA, 2004, comm. 240, obs. H. Groutel ; Cass. 2^e civ. 18 mars 2004 : RGDA, 2004, p. 536, note J. Kullmann ; Cass. 2^e civ. 23 sept. 2004, Bull. civ. II, n° 410 : RCA, 2004, comm. 389, note H. Groutel. On notera toutefois que, depuis un arrêt remarqué du 4 juillet 2000, la Cour de cassation considère que l'appréciation du caractère intentionnel de la faute au sens de l'article L. 113-1 alinéa 2 du Code des assurances relève du pouvoir souverain des juges du fond (Cass. 1^{re} civ. 4 juill. 2000, Bull. civ. I, n° 203 : RCA, 2000, chron. n° 24, par H. Groutel ; JCP, 2001, I, 340, n° 30, obs. G. Viney), solution qu'elle a réitérée par la suite. La Cour de cassation a toutefois expressément indiqué dans son rapport annuel pour 2004 qu'elle exercerait toujours son contrôle sur le caractère suffisant de la motivation (Rapp. C. cass. 2004 : Doc. fr. 2005, p. 352). V. à ce propos les observations de Ph. Brun, *op. cit.*, n° 643.

¹⁶⁸⁷ J. Kullmann *et al.*, Lamy Assurances, 2010, n° 1276.

des victimes en ce qu'« *une conception extensive de la faute intentionnelle revient à pénaliser injustement l'assuré, et surtout, conséquemment, la victime du dommage* »¹⁶⁸⁸. Il en découle également que les dommages-intérêts prononcés par le juge pénal dans le cadre d'une action civile peuvent en principe faire l'objet de l'assurance, quand bien même ils résultent de la commission d'une infraction pénale, dès lors que la faute pénale, intentionnelle au sens du droit pénal, peut ne pas être qualifiée telle au sens du droit des assurances¹⁶⁸⁹.

ii - L'application à la communication financière

633 - **Place pour l'assurabilité de la faute détachable.** L'on pourrait d'abord se demander si, depuis l'avènement de la théorie de la faute séparable, il y a encore matière à assurance pour les dirigeants sociaux. En effet, comme l'exprime fort bien M. Alain Couret, « *la Cour de cassation, en bâtissant la théorie de la faute non séparable de la fonction, n'a-t-elle pas retiré toute utilité à l'assurance responsabilité des dirigeants ? Pourquoi assurer alors même que la responsabilité est marginale, sinon hypothétique ?* »¹⁶⁹⁰. A notre sens, depuis la jurisprudence *Seusse* selon laquelle il y a faute séparable « *lorsque le dirigeant commet intentionnellement une faute d'une particulière gravité incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales* », la réponse doit être négative. Comme nous l'avons expliqué précédemment, il nous semble en effet que la Cour de cassation n'a pas entendu, par cette formulation, restreindre la faute séparable à la faute intentionnelle, qui suppose la volonté du dommage, mais simplement à la faute volontaire qui suppose la seule volonté de l'acte fautif. Or, comme nous venons de l'évoquer, la Cour de cassation a tranché pour une conception stricte de la faute intentionnelle en droit des assurances, en exigeant une volonté de causer le dommage. Il s'en

¹⁶⁸⁸ Ph. Brun, *op. cit.*, n° 642.

¹⁶⁸⁹ De sorte que l'autorité de la chose jugée au criminel sur le civil ne peut trouver à s'appliquer, du fait de la différence notionnelle de la faute intentionnelle en droit civil et en droit pénal. V. notamment D. Rebut, *De la prétendue autorité de la chose jugée des condamnations pénales en matière de faute intentionnelle*, RCA, 1997, chron. p. 5. Adde F. Descorps-Declère, *Pour une réhabilitation de la responsabilité civile des dirigeants sociaux*, RTD com., 2003, p. 25, spéc. p. 29 et s., observant avec justesse que d'une part, nombre d'infractions pénales en droit des affaires ne supposent pas la constatation d'un dol spécial, et d'autre part, que même en présence d'un dol spécial, « *au rebours du droit des assurances, l'intention en droit pénal ne s'apprécie effectivement pas au regard d'un préjudice individualisé, mais au regard d'un résultat abstrait* ». Telle n'est pas toutefois la position de la chambre criminelle de la Cour de cassation qui tient pour inassurables les dommages résultant d'une infraction intentionnelle, et ce quel qu'ait été le résultat recherché par son auteur (v. ainsi Cass. crim. 6 juin 1990, Bull. crim., n° 226 ; 6 févr. 1990 : RTD civ., 1992, p. 572, obs. P. Jourdain). Pour une appréciation critique de cette jurisprudence, v. notamment H. Groutel, *La faute intentionnelle vue par la chambre criminelle et la première chambre civile : confirmation d'une divergence*, RCA, 1990, chron. p. 16.

¹⁶⁹⁰ A. Couret, *Propos introductifs, in dossier Assurance de responsabilité des dirigeants*, Bull. Joly Sociétés, 2010, n° 9, p. 760.

déduit naturellement qu'il reste un espace où l'on peut concilier assurabilité et détachabilité de la faute : celui précisément de la faute volontaire, où l'auteur a certes voulu commettre la faute (y compris constitutive d'une faute pénale), mais pas le dommage, tout du moins sans avoir la certitude du dommage¹⁶⁹¹. La faute serait bien alors à la fois détachable, à condition bien sûr d'être d'une particulière gravité, et assurable¹⁶⁹².

634 - **Application à la communication financière.** L'application de la jurisprudence restrictive sur la faute inassurable en droit des assurances s'avère, en fait, assez complexe en matière d'information financière. En effet, si la plupart du temps les dirigeants sociaux cherchent bien à tromper le marché et à donner une image exagérément positive de la société au marché, soit en embellissant sa situation financière soit en dissimulant une situation financière dégradée, afin d'inciter les investisseurs à conserver ou à acheter des actions et de maintenir ou faire augmenter le cours de bourse, l'on ne peut affirmer pour autant qu'ils ont exactement voulu le dommage tel qu'il est survenu.

Une telle exigence est en fait impossible à satisfaire en matière d'information financière défectueuse, dès lors qu'il est impossible pour son auteur de prévoir, et donc *a fortiori* de vouloir, les conséquences de la fausse information sur le public. Elle n'a en vérité aucun sens sur un système collectif comme l'est le marché financier, et ce d'autant que le dommage peut y être largement diffus, et conduirait plus largement à exclure l'application de l'article L. 113-1 alinéa 2 du Code des assurances dans tous les cas de dommages de masse. Il nous semble par conséquent que cette condition devrait, dans ces situations, être assouplie et équivaloir à la certitude chez le responsable de causer « un dommage » – si ce n'est « le dommage »¹⁶⁹³. A défaut, aucune faute ne pourrait être considérée comme intentionnelle et donc inassurable.

¹⁶⁹¹ V. en ce sens P.-G. Marly, *La faute dans l'assurance de responsabilité des dirigeants*, JCP E, 2006, n° 12, 1490, n° 19 à 21.

¹⁶⁹² V. A. Constantin, *L'utilité de l'assurance des dirigeants sociaux au regard de la jurisprudence de la Cour de cassation*, in *dossier Assurance de responsabilité des dirigeants*, dir. A. Couret, Bull. Joly Sociétés, 2010, p. 762, spéc. p. 765 et 766, remarquant que l'assurance de responsabilité civile des dirigeants sociaux conserve en tout état de cause une utilité en matière internationale puisque, étant donné les incertitudes sur la loi applicable, il n'est pas certain que, relativement à la responsabilité du dirigeant d'une société française pour ses actes commis dans un Etat étranger, le juge étranger applique la *lex societatis*, c'est-à-dire la loi française, et la théorie de la faute séparable. Pour les sociétés cotées notamment, la *lex societatis* pourrait être écartée au profit de la loi de la bourse (c'est-à-dire de l'Etat du marché de cotation) au titre de loi de police, sans compter les perturbations que pourrait entraîner l'application de la *lex fori* au stade de la qualification. V., pour plus de détails, D. Cohen, *La responsabilité civile des dirigeants sociaux en droit international privé*, Rev. crit. DIP, 2003, p. 585, n° 1.

¹⁶⁹³ V., de manière générale, sur les difficultés et les hésitations de la jurisprudence dans les cas de conscience de création d'un risque, A. Constantin, *L'utilité de l'assurance des dirigeants sociaux au regard de la jurisprudence*

En matière d'information financière défectueuse, les dirigeants sociaux, qui cherchent à tromper le marché, sont parfaitement conscients que leurs actes vont *a priori* causer un préjudice aux investisseurs qui risquent d'être induits en erreur ou bien par exemple d'acheter trop cher, et ce d'autant qu'ils sont des professionnels aguerris à la tête généralement de grandes sociétés cotées. Il y a donc bien, de leur part, une certitude de causer un dommage qui devrait, selon nous, être considérée comme suffisante à caractériser une faute intentionnelle, et donc inassurable. La fonction dissuasive de la responsabilité pourrait alors être satisfaite dès lors que les dirigeants sont bien condamnés solidairement ou *in solidum* avec la société.

Toutefois, compte tenu des incertitudes de la jurisprudence en la matière et de la position plutôt restrictive qui est désormais celle de la Cour de cassation, il nous semble que doit être également prévue une franchise dans la police d'assurance afin de sécuriser encore davantage le dispositif.

b - L'instauration d'une franchise à la charge des dirigeants sociaux

635 - L'instauration d'une franchise en matière d'assurance de responsabilité civile des dirigeants sociaux. Notons d'emblée que les polices d'assurance prévoient déjà fréquemment des franchises et des exclusions de garantie¹⁶⁹⁴, notamment en cas de comportement frauduleux, malhonnête ou déloyal¹⁶⁹⁵, qui pourraient facilement trouver à s'appliquer aux fautes commises par les dirigeants dans le cadre de la communication financière. De manière plus générale, certes il ne peut être question au regard de l'objectif indemnitaire de la responsabilité civile, comme le fait observer avec justesse Mme Anastasia Sotiropoulou¹⁶⁹⁶, d'instaurer une interdiction pour les sociétés de souscrire une assurance de responsabilité civile au profit de leurs dirigeants¹⁶⁹⁷, ce qui est susceptible de s'avérer extrêmement

de la Cour de cassation, in dossier Assurance de responsabilité des dirigeants, dir. A. Couret, Bull. Joly Sociétés, 2010, p. 762, spéc. p. 770.

¹⁶⁹⁴ M. Cozian, A. Viandier et F. Deboissy, *op. cit.*, n° 314. Il s'agit généralement de garanties dites « *tous risques sauf* ».

¹⁶⁹⁵ V. A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 535.

¹⁶⁹⁶ *Ibid.*

¹⁶⁹⁷ Une telle interdiction a été préconisée par le député Caresche, au motif de la déresponsabilisation des dirigeants sociaux qu'entraîne la souscription d'une assurance par la société à leur profit ; ainsi a-t-il suggéré d'insérer au Code de commerce un article L. 225-254-1 aux termes duquel « *toute assurance de responsabilité civile souscrite ou payée par la société afin de couvrir la responsabilité des administrateurs ou du directeur général est nulle et ne peut avoir aucun effet. Toute disposition contraire est réputée non écrite* » (Proposition de loi n° 1304 relative au renforcement de la responsabilité individuelle des dirigeants et mandataires sociaux dans

dommageable pour les investisseurs en cas d'insolvabilité de la société dans la mesure où les dirigeants pourraient se trouver dans l'impossibilité de payer les dommages-intérêts au titre de leur responsabilité personnelle. Toutefois, comme le suggère cet auteur, il pourrait être prévu que les mandataires sociaux soient tenus de supporter eux-mêmes une partie de l'indemnisation¹⁶⁹⁸, notamment par l'instauration d'une franchise qui resterait à leur charge. Elle donne ainsi l'exemple du droit allemand, prévoyant une telle exigence à l'article 93 § 2 du Aktiengesetz et à l'article 3.8 du code allemand de gouvernement d'entreprise, qui disposent que « *si la société contracte une assurance responsabilité dirigeants pour les membres du directoire et du conseil de surveillance, une franchise doit être convenue qui sera d'un montant au moins équivalent à 10 % des dommages et intérêts payés par l'assureur ou à un an et demi de rémunération fixe perçue par les dirigeants* »¹⁶⁹⁹.

Il nous semble qu'une disposition de ce type pourrait utilement inspirer le droit français. Pour les raisons que nous avons précédemment évoquées relativement à l'exercice effectif d'une action récursoire, il nous semble préférable, tout du moins dans un premier temps, de passer par le droit souple. Une telle recommandation pourrait ainsi être reprise par le code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF, dont il conviendrait de définir précisément les modalités. Il nous semble toutefois préférable à cet égard que la franchise fasse référence à la rémunération des dirigeants sociaux, plutôt qu'à un pourcentage des dommages-intérêts qui, dans le cas des dommages de masse, pourraient atteindre des montants considérables, susceptibles de dépasser les capacités financières des dirigeants sociaux. En revanche, la référence en droit allemand à un minimum d'une année et demie de rémunération fixe nous semble loin d'être déraisonnable. La recommandation du code AFEP-MEDEF pourrait être alors formulée de la manière suivante : « *si la société souscrit une assurance de responsabilité civile au profit de ses dirigeants sociaux, une franchise doit être convenue qui sera d'un montant au moins équivalent à un an et demi de rémunération fixe perçue par les dirigeants* ». Cette recommandation n'est toutefois qu'une proposition dont il conviendrait

les sociétés anonymes ainsi qu'à la transparence et au contrôle de leur rémunération dans les sociétés cotées, 17 déc. 2003, art. 2).

¹⁶⁹⁸ V. A. Sotiropoulou, *ibid.*, reprenant une proposition formulée par T. Baums, *Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes*, ZHR, 2003, t. 167, p. 139, spéc. p. 176.

¹⁶⁹⁹ V. A. Sotiropoulou, *ibid.*, indiquant que cette disposition a été introduite en 2009 par la loi relative aux rémunérations appropriées des membres du directoire (*Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandvergütung, VorstAG*).

certainement d'affiner les modalités pratiques. En tout cas, elle permettrait ici encore de concilier fonction indemnitaire et fonction dissuasive.

2 - L'exclusion de la prise en charge de la responsabilité des dirigeants

636 - **L'exclusion de la prise en charge de la responsabilité des dirigeants.** La prise en charge financière de la responsabilité civile des dirigeants, à l'instar de ce qui se fait aux Etats-Unis (a), doit être exclue par le droit souple en droit français au regard des risques qu'elle fait courir à la fonction dissuasive (b).

a - La prise en charge de la responsabilité civile des dirigeants sociaux

637 - **La prise en charge financière par la société de la responsabilité de ses dirigeants sociaux**¹⁷⁰⁰. Aux Etats-Unis, lorsque les dirigeants sociaux sont tenus à des dommages-intérêts à la suite de l'engagement de leur responsabilité civile pour des actes commis dans le cadre de leurs fonctions, il est fréquent que la société prenne financièrement en charge¹⁷⁰¹ ces sommes (et généralement les frais de justice y afférents¹⁷⁰²), soit en application d'un contrat liant le dirigeant et la société, soit des statuts, soit de la loi elle-même dans certains Etats fédérés. L'essor de cette pratique complémentaire à l'assurance de responsabilité civile des dirigeants sociaux – elle constitue une sorte d'« assurance privée » pour les dirigeants sociaux - s'explique précisément par les lacunes de l'assurance (qui notamment excluent certains risques comme les fautes intentionnelles, prévoient des franchises et plafonnent les garanties), et par la multiplication du nombre d'actions engagées à l'encontre des dirigeants¹⁷⁰³.

Il semble toutefois qu'en France, cette pratique, non prévue expressément par le législateur, demeure en pratique assez rare¹⁷⁰⁴. Reste qu'il pourrait en aller différemment dans le futur où

¹⁷⁰⁰ L'article de référence en droit français sur cette question est : J. El Ahdab, *La prise en charge financière par la société de la responsabilité de ses dirigeants : vers un modèle américain ?*, Rev. sociétés, 2008, p. 239.

¹⁷⁰¹ Si le terme « indemnification » est utilisé aux Etats-Unis, on ne peut pas parler au sens propre d'« indemnisation », puisque les dirigeants ne sont pas des victimes auxquelles on doit réparation, mais des fautifs dont la société prend en charge la responsabilité. Le terme de « prise en charge financière » utilisé par J. El Ahdab, art. préc., n° 41 et 42, apparaît donc plus adapté.

¹⁷⁰² Comme en matière d'assurance, se pose la question de la licéité de leur prise en charge, v. notamment J. El Ahdab, art. préc., spéc. n° 14 et s.

¹⁷⁰³ V. J. El Ahdab, art. préc., n° 3.

¹⁷⁰⁴ V. A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 532, observant de manière générale que cette possibilité n'est généralement pas expressément prévue dans le droit des Etats membres, sauf au Royaume-Uni où le *Companies Act* permet,

l'on pourrait notamment voir se développer une telle clause de prise en charge dans les conventions liant la société et ses dirigeants, en tant qu'alternative ou complément à l'assurance de responsabilité civile. S'agissant de son champ d'application, M. Jill El Ahdab a soutenu qu'une telle clause ne pouvait être valable que pour la responsabilité civile des dirigeants à l'égard des tiers et non de la société et des associés au motif qu'« *on aboutirait au résultat paradoxal et légalement intenable où la société et/ou les actionnaires, victimes d'un préjudice de la part du dirigeant, devraient supporter, en vertu de cette prise en charge conventionnelle, les conséquences financières de sa faute en lui restituant le montant des dommages-intérêts qui devraient justement leur revenir et qu'il a été pourtant condamné à leur payer* ». La remarque est parfaitement juste s'agissant de la société : quel intérêt à ce que la société paie elle-même les dommages-intérêts devant lui revenir ? La clause est alors dépourvue de tout intérêt pratique. Elle l'est moins en revanche s'agissant des associés. On revient au débat déjà évoqué de la circularité de la réparation lorsque celle-ci est prise en charge par la société ; or, comme nous l'avons vu, la circularité peut n'être que partielle, dès lors que les actionnaires actuels ne sont plus exactement les mêmes que les actionnaires demandeurs à l'action en responsabilité civile à l'encontre des dirigeants. Il nous semble donc que, s'agissant des actionnaires, la clause devrait en principe pouvoir être amenée à jouer.

- 638 - **Licéité.** La licéité du dispositif en droit français, si elle demeure en partie incertaine, peut se prévaloir toutefois d'arguments forts, aussi bien au regard du droit de la responsabilité civile que du droit des sociétés. Si, en droit de la responsabilité civile, la jurisprudence tient pour nulles les clauses qui limitent, notamment par un plafonnement, ou excluent le droit à réparation de la victime en matière délictuelle alors qu'elles sont admises en matière contractuelle¹⁷⁰⁵, ce qui est d'ailleurs critiqué par une partie de la doctrine¹⁷⁰⁶, elle admet en revanche sans difficulté la validité des conventions par lesquelles des professionnels

sous certaines conditions, à la société de prendre en charge les conséquences des condamnations civiles prononcées contre leurs dirigeants à la suite d'actions intentées par des tiers (« *indemnification* »).

¹⁷⁰⁵ V. notamment Cass. req. 27 nov. 1911 : S., 1915, 1, 113, note Huguency et les autres arrêts cités par G. Viney et P. Jourdain, *Les effets de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 213.

¹⁷⁰⁶ V. notamment G. Viney et P. Jourdain, *Les effets de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 214 et 215, estimant que si les clauses exonératoires de responsabilité délictuelle sont incompatibles avec l'ordre public, les clauses seulement limitatives de responsabilité devraient être admises en matière délictuelle comme en matière de responsabilité contractuelle ; M. Bacache-Gibeili, *op. cit.*, n° 604, estimant que ce n'est pas la nature délictuelle ou contractuelle de la responsabilité, mais la nature du dommage (dommage corporel ou matériel), qui devrait justifier que le principe de la réparation intégrale ait une valeur juridique différente (impérative ou pas) ; Y. Chartier, *op. cit.*, p. 50 et s. Le projet Catala admet d'ailleurs la licéité des conventions ayant pour objet d'exclure ou de limiter la réparation aussi bien en matière contractuelle qu'extracontractuelle (art. 1382), mais cette possibilité ne peut jouer en cas de faute en matière extracontractuelle (art. 1382-4 al. 1^{er}).

participant à une activité commune décident de se répartir les conséquences de la responsabilité qui pourrait naître des dommages causés aux tiers par cette activité¹⁷⁰⁷. En effet, ces clauses désignées généralement sous le terme de « *pactes analogues à l'assurance* » ont pour particularité de ne pas lier les victimes qui n'y ont pas consenti de sorte qu'elles ne restreignent pas le droit à réparation des victimes¹⁷⁰⁸ et ne sont pas à proprement parler des clauses restrictives de responsabilité¹⁷⁰⁹. Tel est bien le cas de la clause de prise en charge financière de la responsabilité civile des dirigeants par la société, qui se contente d'organiser les modalités de répartition de la réparation entre société et dirigeants sans attenter au droit à réparation des victimes. Leur licéité au regard du droit de la responsabilité civile n'est donc guère douteuse.

En droit des sociétés également, la validité de ces clauses est soutenue par un certain nombre d'arguments, notamment au regard de l'abus de biens sociaux¹⁷¹⁰. Rappelons que, pour être caractérisée, cette infraction nécessite un élément matériel (un usage contraire à l'intérêt social) et un élément moral (un dol général, consistant dans le fait d'avoir commis l'acte répréhensible en connaissance de cause, et un dol spécial, consistant dans la recherche d'un intérêt personnel)¹⁷¹¹. Or, d'une part, la conclusion de la convention peut ne pas être contraire à l'intérêt social en ce qu'elle permet notamment d'attirer des dirigeants particulièrement qualifiés et de leur donner une plus grande liberté d'action, ceux-ci craignant moins pour leur responsabilité. D'autre part, au regard de la recherche d'un intérêt personnel, le dirigeant ne bénéficie de la convention qu'au titre des fonctions sociales qu'il exerce pour le compte de la

¹⁷⁰⁷ G. Viney et P. Jourdain, *Les effets de la responsabilité*, *op. cit.*, n° 212.

¹⁷⁰⁸ *Ibid.*

¹⁷⁰⁹ H.L.J. Mazeaud et F. Chabas, *op. cit.*, n° 2569.

¹⁷¹⁰ V. l'analyse détaillée de J. El Ahdab, art. préc., n° 52 et s., écartant plutôt, de manière générale, les autres problèmes touchant au droit des sociétés. Notamment, la clause de prise en charge financière ne constitue pas *a priori* une convention interdite au sens de l'article L. 225-43 du Code de commerce, selon lequel il est interdit, à peine de nullité, aux dirigeants sociaux autres que les personnes morales « *de contracter, sous quelque forme que ce soit, des emprunts auprès de la société, de se faire consentir par elle un découvert, en compte courant ou autrement, ainsi que de faire cautionner ou avaliser par elle leurs engagements envers les tiers* ». En effet, il peut difficilement être soutenu que la convention de prise en charge financière de la responsabilité a pour effet de faire garantir par la société les engagements des dirigeants vis-à-vis des tiers étant donné que la dette de réparation générée par la faute desdits dirigeants ne constitue pas à proprement parler un « *engagement* » - il s'agit d'un fait juridique et non d'un acte juridique. De même, la procédure des conventions réglementées a peu de chances d'aboutir à la nullité de la convention. D'une part, il faut que la convention ne soit pas considérée comme un complément de rémunération fixé institutionnellement et non conventionnellement pour qu'elle s'applique. D'autre part, quand bien même la procédure trouverait à s'appliquer, elle n'entraînerait la nullité qu'en cas de défaut d'autorisation préalable du conseil d'administration et au cas où elle aurait eu des conséquences préjudiciables pour la société ; or, il peut être soutenu que l'octroi de la convention de prise en charge a eu pour contrepartie la possibilité d'attirer des dirigeants qualifiés au sein de l'entreprise. V. C. com., art. L. 225-38 et s., sur la procédure des conventions réglementées dans la société anonyme.

¹⁷¹¹ Cf. *supra*.

société, et au jour où il conclut la convention de prise en charge avec la société, l'existence d'un intérêt personnel demeure incertaine, subordonnée à la réalisation du risque de mise en cause de la responsabilité des dirigeants¹⁷¹². On retrouve ainsi en partie les arguments, invoqués précédemment, qui fondent la licéité de la souscription de la convention d'assurance par la société au regard de l'infraction d'abus de biens sociaux. Il faut admettre toutefois qu'ils sont moins forts au regard de la convention de prise en charge financière, puisque, contrairement à l'assurance, premièrement, la société ne peut en être bénéficiaire et porte elle-même le risque assuré (et non la compagnie d'assurances) ; deuxièmement, les dirigeants sont pris en charge personnellement, même si c'est es qualités, à travers la convention conclue avec la société (à moins que la prise en charge financière de la responsabilité ne prenne la forme d'une clause statutaire par exemple). Reste qu'il est assez incertain que la convention de prise en charge financière tombe sous le coup de l'abus de biens sociaux.

b - L'exclusion par le droit souple

639 - Caractère dangereux de la convention au regard de la fonction dissuasive ; inutilité au regard de la fonction réparatrice. Au-delà du débat sur la licéité d'une telle convention et des avantages qu'elle peut procurer à la société, notamment en termes d'attraction des meilleurs dirigeants, il nous semble qu'elle est, en tout état de cause, particulièrement dangereuse au regard de la fonction dissuasive de la responsabilité civile puisqu'elle a pour effet de déresponsabiliser au moins partiellement les dirigeants sociaux, sans apporter de réelle garantie supplémentaire en matière d'indemnisation des victimes. En effet en droit français, en pratique, la responsabilité des dirigeants est seule engagée, à l'exclusion de celle de la société, uniquement lorsque la société n'est plus *in bonis*, ce qui empêche précisément ce mécanisme de jouer et d'assurer donc une quelconque fonction réparatrice ; dans les autres cas, les victimes ne se priveront pas d'engager la responsabilité du débiteur le plus solvable qu'est la société¹⁷¹³, ce qui conduira généralement à une condamnation solidaire ou *in solidum*, d'où l'absence d'utilité pratique de ce mécanisme.

¹⁷¹² Pour plus de détails, v. J. El Ahdab, art. préc., n° 78 et s.

¹⁷¹³ Si elles ne l'ont pas fait et n'ont engagé la responsabilité que des dirigeants, dont elles se heurtent à l'insolvabilité, elles pourront toujours après coup engager la responsabilité de la société *in bonis*. La convention

Cette convention nous apparaît d'autant plus dangereuse que, sauf exclusion contractuelle, il n'y a pas de raison, selon nous, qu'elle ne joue pas en matière de faute intentionnelle des dirigeants sociaux, contrairement à ce qu'il en est en matière d'assurance¹⁷¹⁴. Elle pourrait ainsi s'appliquer en matière de communication financière où, comme nous l'avons dit, les fautes commises par les dirigeants sociaux sont intentionnelles. Et ce d'autant que, comme il a été évoqué, si elle ne peut jouer vis-à-vis de la société, il n'y a pas de raison qu'il en soit de même à l'égard des actionnaires.

- 640 - **Exclusion par une recommandation AFEP-MEDEF.** Il nous paraît donc utile, de ce point de vue encore, que le droit souple vienne exclure, de manière générale, ce type de dispositif dans les sociétés cotées. Une recommandation dans le code AFEP-MEDEF pourrait être ainsi formulée de la manière suivante : « *les sociétés s'engagent à ne pas supporter les dommages-intérêts éventuellement mis à la charge des seuls dirigeants sociaux* ». Cette recommandation ne doit en effet viser que le cas où les dommages-intérêts sont mis à la charge des seuls dirigeants, puisque si la société est condamnée solidairement ou *in solidum*, elle est en tout état de cause tenue au paiement.
- 641 - **Conclusion du Chapitre I.** Deux aspects d'ordre substantiel ont particulièrement retenu notre attention au regard de la mise en œuvre de notre choix de politique juridique en matière de responsabilité civile sur le marché financier.

Premièrement, il nous semble, de manière générale, que la conception restrictive que nous préconisons, consistant à limiter l'indemnisation au préjudice prouvé d'altération de la décision, doit être énoncée dans un arrêt de principe par la Cour de cassation, tant pour l'information publique défectueuse que pour la manipulation de cours et l'opération d'initié. Le formalisme sera, en effet, moins lourd et la solution plus facile à modifier si cela s'avère nécessaire. La Cour de cassation devrait en outre contraindre, dans le cadre du contrôle

de prise en charge financière de la responsabilité civile des dirigeants n'apporte ainsi pas de réelle garantie supplémentaire en matière d'indemnisation.

¹⁷¹⁴ *Contra* J. El Ahdab, art. préc., n° 20, estimant que la convention ne devrait pas jouer *a priori* pour des fautes intentionnelles. Il en conclut que faute de pouvoir s'appliquer à des fautes séparables susceptibles d'engager la responsabilité du dirigeant en droit français, cette convention ne devrait jouer que si la responsabilité du dirigeant est engagée devant un juge étranger (notamment aux Etats-Unis, dans le cadre des actions collectives boursières). V. *ibid.*, n° 24, et les questions de droit international privé abordées. Nous ne sommes pas convaincu non plus par ce raisonnement. En effet, quand bien même les fautes intentionnelles seraient exclues du champ d'application de la convention, nous avons montré précédemment qu'il existe une place pour une faute commise intentionnellement (volonté de la faute) et donc séparable dès lors qu'elle est d'une particulière gravité, et qui ne serait pas intentionnelle (volonté du dommage) au sens du droit de la responsabilité civile.

qu'elle exerce, les juges du fond à faire preuve d'une certaine souplesse dans l'appréciation de la preuve de la causalité par les investisseurs.

Deuxièmement, en matière spécifique d'information publique défectueuse, se pose la question de la répartition de la charge indemnitaire entre l'émetteur et les dirigeants sociaux. Il est important, d'une part, que soit maintenu le principe de la responsabilité solidaire afin de garantir la fonction réparatrice, et d'autre part, que soient prévus des mécanismes permettant de faire supporter une partie de l'indemnisation aux dirigeants sociaux, au regard de la fonction dissuasive. La faute séparable n'est en effet plus un obstacle à la mise en cause de la responsabilité civile des dirigeants sociaux, et ce d'autant que les actionnaires devraient être considérés comme des tiers investisseurs en matière de communication financière et donc non soumis à une telle exigence. Nous avons ainsi proposé divers aménagements à travers le recours au droit souple, tenant compte de la pratique sociétaire et visant à inciter les sociétés cotées à exercer une action récursoire contre les dirigeants sociaux, à limiter les effets de l'assurance de ces derniers et à exclure la prise en charge de leur responsabilité par la société.

La mise en œuvre du choix de politique juridique pour lequel nous avons opté comporte également des aspects processuels.

CHAPITRE II - LES ASPECTS PROCESSUELS

642 - **Aspects processuels saillants.** Cette thèse étant essentiellement une étude de droit substantiel de la responsabilité civile, il ne nous est apparu nécessaire que de traiter les aspects processuels les plus saillants¹⁷¹⁵. Et ce d'autant que la plupart des améliorations procédurales proposées en la matière sont davantage orientées vers l'indemnisation des petits porteurs, alors que nous préconisons une approche restrictive de la responsabilité civile sur le marché secondaire qui *de facto* relèvera plus des investisseurs institutionnels. Il nous a semblé de ce point de vue que deux questions s'imposaient : d'une part, sur un marché profondément animé par une logique collective, celle de la participation des investisseurs à une action collective (**Section I**) ; d'autre part, dans une matière dominée par des difficultés probatoires, celle du rôle que pourraient éventuellement jouer des autorités autres que le juge civil (**Section II**).

Section I - **La participation des investisseurs à une action collective**

643 - **Considérations liminaires. Absence de nécessité en droit français d'une action de groupe en matière d'information publique défectueuse sur le marché secondaire.** Depuis le début des années 2000, le mouvement s'est fortement accéléré dans les différents Etats, et notamment au sein de l'Union européenne, en vue de l'adoption d'une action de groupe. Les champs d'application et les modalités (notamment la qualité pour agir), retenus par les systèmes juridiques, sont divers, d'où une certaine hétérogénéité¹⁷¹⁶. Sont notamment concernés le droit de la consommation et de la concurrence, le droit de l'environnement, le droit médical et le droit financier¹⁷¹⁷. L'Union européenne a fait preuve également d'un important volontarisme en la matière, mais qui, compte tenu notamment des divergences

¹⁷¹⁵ V., notamment, sur les aspects procédurales, N. Spitz, *op. cit.*, Partie 2 *Les aspects procédurales de la réparation des préjudices boursiers*, n° 493 et s. ; A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 546, préconisant notamment la mise en place d'une règle-cadre procédurale à l'échelle européenne ; Ch. Arsouze et P. Ledoux, *L'indemnisation des victimes d'infractions boursières*, Bull. Joly Bourse, 2006, n° 4, p. 399.

¹⁷¹⁶ La question de l'action collective a donné lieu à une somme de travaux considérable à l'échelle internationale, dont il est impossible de faire état ici.

¹⁷¹⁷ En droit des affaires (droit de la concurrence, droit des sociétés et droit financier), v., notamment, l'étude comparative très complète et précise de T.M.J. Möllers & B. Pregler, *Civil Law Enforcement And Collective Redress In Economic Law. A Comparison Between Collective Redress Actions In Competition, Antitrust, Company and Capital Markets Law, Jus Civile*, 2013, disponible à <http://www.juscivile.it/contributi/21%20-%20Thomas%20MJ%20Mollers.pdf>.

nationales¹⁷¹⁸, s'est aujourd'hui largement amenuisé¹⁷¹⁹. En France, la doctrine¹⁷²⁰ a, pour une bonne part, milité, depuis longtemps, en vue de son adoption, notamment en droit des affaires¹⁷²¹, et la question de sa compatibilité avec les principes de notre droit a été largement débattue¹⁷²². Il est impossible de recenser ici l'ensemble des travaux y afférents, mais on pourrait dire qu'il en est ressorti pour l'essentiel qu'une action collective de type *opt in* était envisageable, mais non de type *opt out*, quoique la question reste discutée.

¹⁷¹⁸ V. les observations d'A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 546 et s., sur la mise en place d'une règle procédurale au niveau européen. V., également, D.W. Hawes, *In search of a middle ground between the perceived excesses of US-style class actions and the generally ineffective collective action procedures in Europe*, in *Perspectives in Company Law and Financial Regulation, Essays in honour of Eddy Wymeersch*, Cambridge University Press, 2009, p. 200, à la recherche d'une voie moyenne en Europe en matière d'action de groupe pour éviter les dérives américaines. Adde R. Money-Kyrle & C. Hodges, *European Collective Action: Towards Coherence?*, *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2012, vol. 12, n° 4, mettant en garde contre une harmonisation européenne compte tenu des particularités afférentes à chaque système juridique national et plaidant en faveur du développement des modes alternatifs de règlement des litiges (médiation par exemple).

¹⁷¹⁹ A l'occasion de la diffusion de son livre vert en 2005 puis de son livre blanc en 2008 sur les actions en dommages et intérêts pour infractions aux règles communautaires sur les ententes et les abus de position dominante, la Commission européenne s'était montrée très favorable à l'adoption d'une action collective européenne en matière de pratique anticoncurrentielle. Elle a ensuite, en 2011, changé radicalement d'approche pour adopter une perspective « horizontale », en plaidant pour la mise en place d'une action collective européenne à vocation générale. Finalement, en 2013, elle a largement revu ses ambitions à la baisse et émis une simple recommandation invitant les Etats membres à instaurer individuellement une action collective générale, en s'abstenant de procéder à toute harmonisation contraignante. Elle préconise notamment aux Etats d'adopter le système de l'*opt in*, de prohiber la pratique du pacte de *quota litis* et des dommages-intérêts punitifs, de conférer un rôle central au juge, et de promouvoir les systèmes alternatifs de résolution des litiges. V. Commission européenne, *La Commission recommande aux Etats membres de se doter de mécanismes de recours collectif pour garantir à leurs justiciables un accès effectif à la justice*, 11 juin 2013, IP/13/525, MEMO/13/531.

¹⁷²⁰ V., notamment, dès 1985, F. Caballero, *Plaidons par procureur ! De l'archaïsme procédural à l'action de de groupe*, RTD civ., 1985, p. 247 ; bien plus récemment, L. Boré, *Pour l'introduction d'une action de groupe dans le nouveau Code de procédure civile*, in *Le nouveau Code de procédure civile (1975-2005)*, dir. J. Foyer et C. Puigelier, Economica, 2006, p. 131. Pour des études générales, v., notamment, *Les recours collectifs : étude comparée*, Société de législation comparée, coll. Colloques, vol. 5, 2006, 73 ; *Les actions de groupe, Implications processuelles et substantielles*, Rev. Lamy dr. civ., nov. 2006. Pour une étude économique, v., notamment, B. Deffains, M. Doriat-Duban et E. Langlais, *Economie des actions collectives*, PUF, coll. Droit et justice, 2008. Dans les ouvrages généraux, v. S. Guinchard et al., *Droit processuel : droits fondamentaux du procès*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2015, 8^e éd., n° 307 ter ; S. Guinchard, C. Chainais et F. Ferrand, *Procédure civile : droit interne et droit de l'Union européenne*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2014, 32^e éd., n° 166 ; E. Jeuland, *Droit processuel général*, LGDJ-Lextenso éditions, coll. Domat droit privé, 2014, 3^e éd., n° 581 et s. ; J. Héron et Th. Le Bars, *Droit judiciaire privé*, LGDJ-Lextenso éd., coll. Domat droit privé, 2015, 6^e éd., n° 100 et s. ; L. Cadiet, J. Normand et S. Amrani Mekki, *Théorie générale du procès*, PUF, coll. Thémis droit, 2013, 2^e éd., n° 92 et 93.

¹⁷²¹ V., notamment, *L'opportunité d'une action de groupe en droit des sociétés*, Université de Picardie, Centre de droit privé et de sciences criminelles, dir. V. Magnier, PUF, coll. CEPRISCA, 2004 ; *Vers une action de groupe... à la française*, Concurrences, n° 2/2008, p. 19 ; *L'action de groupe des investisseurs : une ardente nécessité*, dossier, Journ. stés, juill. 2011, n° 89 ; *Les recours collectifs : quels enjeux stratégiques et économiques ?*, Rev. Lamy Droit de la Concurrence, juill. 2011, n° 28, p. 145.

¹⁷²² V., notamment, pour une étude détaillée des obstacles procéduraux à l'introduction d'une action collective en droit français, M.-A. Frison-Roche, *Les résistances mécaniques du système juridique français à accueillir la class action : obstacles et comptabilités*, in *Les « class actions » devant le juge français : rêve ou cauchemar*, dir. F. Laroche-Gisserot, LPA, 10 juin 2005, n° 115.

Alors que la volonté politique de mise en place d'une action de groupe, affirmée au plus sommet de l'Etat, était restée impuissante pendant de nombreuses années¹⁷²³, le droit positif a toutefois connu une importante évolution avec l'instauration d'un tel mécanisme par la loi du 17 mars 2014 relative à la consommation¹⁷²⁴, dont il constitue la mesure phare¹⁷²⁵. Comme il en a été de la fiducie, la naissance de ce que certains qualifiaient d'impossible, s'est faite en réalité sans trop de difficultés. Le nouvel article L. 423-1 du Code de la consommation dispose désormais qu' « *une association de défense des consommateurs, représentative au niveau national et agréée en application de l'article L. 411-1, peut agir devant une juridiction civile afin d'obtenir la réparation des préjudices individuels subis par des consommateurs placés dans une situation similaire ou identique et ayant pour cause commune un manquement d'un ou des mêmes professionnels à leurs obligations légales ou contractuelles : 1° A l'occasion de la vente de biens ou de la fourniture de services ; 2° Ou lorsque ces préjudices résultent de pratiques anti-concurrentielles au sens du titre II du livre IV du code de commerce ou des articles 101 et 102 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne* ». S'inspirant de la proposition des sénateurs Laurent Bêteille et Richard

¹⁷²³ V., en dernier lieu, la proposition de loi des sénateurs L. Bêteille et R. Yung tendant à renforcer la protection des consommateurs par la création d'une action de groupe fondée sur l'adhésion volontaire, enregistrée à la Présidence du Sénat le 22 décembre 2010, Sénat, session ordinaire de 2010-2011, n° 201 et 202. La proposition circonscrivait l'action aux seuls dommages matériels trouvant leur origine dans un manquement contractuel ou précontractuel d'un professionnel à l'égard d'un consommateur ou d'un manquement aux règles de la concurrence. L'action devait être introduite par une ou plusieurs associations spécialement agréées et était organisée en deux phases : le juge statuait d'abord sur la responsabilité du professionnel à partir d'un certain nombre de cas typiques présentés par l'association requérante, puis, après l'exécution d'une mesure publicitaire à la charge du professionnel, procédait à l'indemnisation des personnes qui s'étaient volontairement jointes à l'action (*opt in*). Cette procédure déclaratoire en deux phases était en grande partie inspirée des propositions de S. Guinchard, *Une class action à la française ?*, D., 2005, p. 2180. En 2008, le « rapport Coulon » (*La dépenalisation de la vie des affaires*, groupe de travail présidé par Jean-Marie Coulon, rapport au Garde des Sceaux, ministre de la Justice, La Documentation française, collection des rapports officiels, févr. 2008) et le « rapport Attali » (*Rapport de la Commission pour la libéralisation de la croissance française*, sous la présidence de Jacques Attali, XO Editions : La Documentation française, janv. 2008), avaient également préconisé l'adoption d'une action de groupe en droit français.

¹⁷²⁴ L. n° 2014-344, 17 mars 2014, JO 18 mars 2014, p. 5400 ; S. Piedelièvre, *La loi du 17 mars 2014 relative à la consommation*, JCP E, 3 avr. 2014, n° 14, p. 27 ; G. Raymond, *Loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation – Inventaire des mesures relatives au droit de la consommation*, JCP E, 2014, act. 213 ; N. Ferrier et A.-C. Martin, *Loi relative à la consommation en faveur des consommateurs...et de certains professionnels – A propos de la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014*, JCP G, 2014, 376. *Adde* D. n° 2014-1081, 24 sept. 2014, JO 26 sept. 2014, p. 15463, entré en vigueur au 1^{er} octobre 2014. Depuis lors, l'action de groupe est opérationnelle en droit français. V., *inter alia*, A.-S. Choné-Grimaldi et L. Raschel, *Le décret relatif à l'action de groupe : entre espoir et inquiétude*, RCA, nov. 2014, n° 11, étude 9 ; E. Claudel, *La procédure d'action de groupe explicitée*, RTD com., 2015, p. 81.

¹⁷²⁵ V., notamment, D. Mainguy et M. Depincé, *L'introduction de l'action de groupe en droit français*, JCP E, 20 mars 2014, n° 12, 1144 ; M. Bacache-Gibeili, *Introduction de l'action de groupe en droit français – A propos de la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014*, JCP G, 2014, 377 ; A.-S. Choné-Grimaldi et L. Raschel, *L'action de groupe à la française : tout vient à point à qui sait attendre !*, RCA, mai 2014, n° 5, étude 4 ; P. Ahrel, *Action de groupe et autres dispositions « concurrence » de la loi « Consommation »*, JCP E, 2014, act. 184 ; K. Haeri et B. Javaux, *L'action de groupe à la française, une curiosité*, JCP G, 2014, 375 ; E. Jeuland, JCP G, 2014, 436, n° 1.

Yung¹⁷²⁶, l'action de groupe française reste toutefois limitée tant dans son champ d'application que dans ses modalités. D'une part, elle ne s'applique qu'à la réparation des préjudices matériels subis par les consommateurs¹⁷²⁷, à l'occasion de la vente de biens ou de la fourniture de services ou en cas de pratique anticoncurrentielle (entente ou abus de position dominante)¹⁷²⁸. D'autre part, elle nécessite l'intervention d'associations de défense des consommateurs devant la juridiction civile en représentation de ces derniers¹⁷²⁹; ce monopole accordé aux associations réduit d'autant le rôle des avocats, qui ne pourront pas prendre l'initiative de l'action. De sorte qu'on a parlé de « *class action à la française* », pour la distinguer de sa consœur américaine, dont on veut éviter les dérives, pourtant davantage liées à la procédure américaine dans son ensemble qu'à l'action collective proprement dite¹⁷³⁰.

C'est donc le choix d'une action de groupe spécialisée qui a été opéré par le législateur, à l'instar de beaucoup d'autres Etats européens, et non celui d'une action à vocation générale sur le modèle américain ou québécois. L'action n'est ainsi introduite que dans le seul Code de la consommation¹⁷³¹ et non dans le Code de procédure civile, dans un esprit expérimental et restrictif. La question est donc, aujourd'hui, celle de son extension à d'autres types de

¹⁷²⁶ Cf. *supra*.

¹⁷²⁷ C. consom., art. L. 423-1 dernier al. : « *l'action de groupe ne peut porter que sur la réparation des préjudices patrimoniaux résultant des dommages matériels subis par les consommateurs* ». Par ailleurs, la notion de consommateur se voit enfin définie puisqu'il est ajouté un article préliminaire au Code de la consommation disposant qu'« *est considérée comme un consommateur toute personne physique qui agit à des fins qui n'entrent pas dans le cadre de son activité commerciale, industrielle, artisanale ou libérale* ».

¹⁷²⁸ Dans ce cas, l'action ne pourra être que consécutive à une décision préalable de sanction notamment par l'Autorité de la concurrence, la Commission européenne ou d'autres juridictions (*follow-on procedure*).

¹⁷²⁹ Deux types de procédure sont prévues : une procédure normale et une procédure simplifiée pour les préjudices sériels (c'est-à-dire, plus précisément, pour des victimes identifiées ayant subi un préjudice identique). La procédure normale se déroule en deux phases. La première phase est judiciaire : l'association de consommateurs introduit, par voie d'assignation, une action de groupe afin que le juge statue sur la responsabilité du professionnel « *au vu des cas individuels* », procède à la constitution du groupe de consommateurs victimes, détermine les préjudices susceptibles d'être réparés et ordonne les mesures de publicité. La deuxième phase, de « *liquidation des préjudices* » est en principe amiable : le professionnel procède à l'indemnisation individuelle des préjudices des consommateurs ayant rejoint la procédure sur la base d'un accord ; à défaut d'accord, le juge reprend la main en ouvrant une deuxième instance ayant pour objet la mise en œuvre du premier jugement. Dans la procédure simplifiée, le juge peut condamner le professionnel, dès le jugement sur sa responsabilité, à indemniser directement et individuellement les victimes. A également été prévue une procédure de médiation entre l'association et le professionnel, pour éviter le recours au juge, tenu uniquement d'homologuer ladite transaction. Sur la possibilité de conclure une transaction, v. M. Brochier, *La « transaction de groupe » - Les particularités de la transaction dans l'action de groupe*, JCP E, 4 déc. 2014, n° 49, 1622.

¹⁷³⁰ V., notamment, K. Haeri et B. Javaux, art. préc. V., également, les interrogations de L. Boré, *Le projet d'action de groupe : action mort-née ou premier pas ?*, Gaz. Pal., 16 mai 2013, n° 136, p. 29, se demandant si les associations auront les reins suffisamment solides pour financer les actions collectives, généralement très coûteuses.

¹⁷³¹ C. consom., art. L. 423-1 à L. 423-26 et art. L. 211-15.

préjudice et à d'autres domaines du droit¹⁷³². En droit financier notamment¹⁷³³, de nombreux auteurs souhaitent son élargissement aux abus de marché¹⁷³⁴. Si nous n'y sommes pas formellement opposé, nous pensons cependant que celui-ci, tout du moins s'agissant de l'information publique défectueuse sur le marché secondaire et des abus de marché, ne s'impose pas comme une nécessité. D'une part, comme on l'a vu, des actions collectives ont de fait abouti en France, par l'utilisation de la simple technique du mandat, donné à des associations représentatives des investisseurs ; il n'est qu'à voir, pour s'en convaincre, la liste des demandeurs dans les affaires *Sidel*, *Gaudriot* et autres. D'autre part et surtout, l'action de groupe est essentiellement adaptée pour les petits litiges auxquels, faute de pouvoir les réunir, les demandeurs renonceraient à toute action. Or, conformément à l'approche restrictive que nous préconisons en matière de responsabilité civile sur le marché secondaire, ce sont essentiellement les investisseurs institutionnels, en mesure de démontrer leur analyse de l'information controversée, qui pourraient agir en responsabilité civile. Il y a fort à parier que

¹⁷³² V., notamment, M. Bacache-Gibeili, *Domaine de l'action de groupe quant aux préjudices subis*, Gaz. Pal., 16 mai 2013, n° 136, p. 19, regrettant que l'action de groupe n'ait été ouverte qu'aux préjudices patrimoniaux résultant de dommages matériels, excluant les préjudices extrapatrimoniaux et les préjudices patrimoniaux consécutifs à des dommages corporels, qui peuvent pourtant concerner de nombreuses victimes. Elle estime que la loi a eu pour principale ambition d'empêcher l'inaction des victimes en cas de petits litiges en vue de renforcer la fonction punitive, dissuasive ou préventive de la responsabilité civile. Elle souhaite qu'à l'avenir, l'objectif d'indemnisation soit également pris en compte pour faciliter la réparation des préjudices graves, notamment corporels.

¹⁷³³ L'on rappellera que des mécanismes collectifs existent déjà en droit financier. En effet, tenant compte des insuffisances des associations de droit commun, le législateur a créé, sur le modèle des associations de consommateurs, un dispositif spécifique pour les associations d'investisseurs par la loi n° 89-421 du 23 juin 1989. La loi du 8 août 1994 leur a par ailleurs accordé le droit d'exercer une action en représentation conjointe, comme il l'avait fait pour les associations de consommateurs en 1992. Leur statut est prévu aux articles L. 452-1 et suivants du Code monétaire et financier. Enfin, la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 a assoupli les conditions de l'agrément des associations d'investisseurs et permis aux associations d'actionnaires de sociétés cotées de bénéficier du statut sans être agréées – l'article L. 225-120 du Code de commerce permet aux actionnaires des sociétés cotées, justifiant d'une inscription nominative depuis au moins 2 ans et détenant au moins 5 % des droits de vote, de se regrouper en associations ayant pour objet d'assurer la représentation et la défense de leurs intérêts au sein de la société. Ces associations d'investisseurs et d'actionnaires jouissent du pouvoir d'exercer deux actions spécifiques : l'action en défense de l'intérêt collectif des investisseurs devant toute juridiction (C. mon. fin., art. L. 452-1), qui se traduit par une action en réparation et une action en cessation des agissements illicites ; et l'action en représentation conjointe, qui leur permet d'agir en réparation des préjudices individuels de leurs membres devant les juridictions civiles et pénales, si elle a été mandatée par au moins deux investisseurs intéressés. Les investisseurs doivent être identifiés et avoir donné mandat par écrit à l'association, de sorte qu'elle ne peut agir au nom d'un groupe indéterminé d'investisseurs. La loi de sécurité financière a toutefois permis aux associations agréées de demander en référé auprès du président du tribunal saisi l'autorisation de solliciter auprès des actionnaires un mandat en ayant recours à la publicité. Comme les associations de consommateurs, ces associations n'ont pas connu le succès espéré, faute de moyens financiers suffisants. Ce sont les associations de défense des investisseurs de droit de commun, c'est-à-dire constituées en vertu de la loi de 1901, qui agissent essentiellement en la matière. V. Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 460 et s. *Adde* B. Le Bars, *Les associations de défense d'actionnaires et d'investisseurs*, préf. Y. Guyon, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 392, 2004 ; du même auteur, *Associations d'actionnaires et d'investisseurs : un droit rénové d'ester en justice ?*, LPA, 14 nov. 2003, n° 228, p. 102.

¹⁷³⁴ V. notamment V. Magnier, Gaz. Pal., 16 mai 2013, n° 136, p. 21 ; Y. Paclot, *Class actions : le vent du boulet...*, RDBF, 2010, alerte 14 ; S. Brunengo-Basso, *L'investissement socialement responsable et le risque de recours collectif des investisseurs*, Bull. Joly Bourse, sept. 2014, n° 9, p. 456.

peu utiliseraient l'action de groupe, si elle était à leur disposition. En outre, cet outil est peu adapté, étant donné que chaque demandeur devra faire la preuve de l'influence de l'information litigieuse, ce qui nécessitera un examen individualisé de la causalité et du préjudice. Enfin, l'exercice de l'action en responsabilité civile par des organismes de placement collectif aurait pour conséquence, compte tenu des particularités de la technique de la gestion collective, d'en faire profiter les petits porteurs de parts ou d'actions de ces organismes. Pour l'ensemble de ces raisons, l'élargissement du champ de la loi ne nous paraît donc pas nécessaire en la matière.

644 - **La véritable question : la participation des investisseurs ou émetteurs français à des actions collectives étrangères.** En fait, la véritable question se trouve ailleurs. Si l'on peut s'abstenir d'étendre l'action de groupe sur le marché secondaire en droit français, s'impose, malgré tout, le fait que des investisseurs ou des émetteurs français sont susceptibles de participer à des actions collectives étrangères. En effet, comme l'avait pressenti la doctrine¹⁷³⁵, dans un contexte d'internationalisation et de globalisation de l'économie et des marchés financiers, les investisseurs français (et plus largement, européens), devant la difficulté d'obtenir réparation pour information publique défectueuse en France ou Europe, se sont tournés vers des terres plus conciliantes, c'est-à-dire essentiellement vers Etats-Unis, dès lors que le litige présentait un lien, si faible soit-il, avec ce pays. Les vices affectant la responsabilité civile sur le marché secondaire se trouvent ainsi, en quelque sorte, « réintroduits » dans le système juridique français. L'objectif est alors de limiter ce phénomène, et c'est à cette question que sera consacré l'essentiel des développements qui vont suivre. Si le droit américain a d'abord accueilli favorablement ces actions, il se montre, heureusement, désormais bien plus restrictif (**Paragraphe 1**). Le droit français doit également, en la matière, affirmer sa souveraineté (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - **Un accueil restrictif par le droit américain**

645 - **L'accueil désormais restrictif par le droit américain.** En posant que le droit boursier fédéral ne pouvait recevoir d'application extraterritoriale à moins d'une volonté expresse du

¹⁷³⁵ V. P.-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, préf. Y. Guyon, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 386, 2002, n° 346.

législateur en ce sens, la Cour suprême américaine a de fait, dans sa jurisprudence *Morrison*, porté un coup d'arrêt à la participation des investisseurs étrangers aux actions collectives américaines (A). Ce faisant, elle a aussi invité le Congrès à se saisir de la question, ce que celui-ci n'a pas manqué de faire, dans le contexte de l'adoption du *Dodd-Frank Act*, pour finalement décider de ne pas conférer d'effet extraterritorial à la législation anti-fraude américaine en matière de responsabilité civile (B).

A - Le coup d'arrêt porté par la jurisprudence *Morrison*

646 - **La jurisprudence *Morrison*.** Portant un coup d'arrêt aux *foreign-cubed class actions* (1), la jurisprudence *Morrison* a limité l'application extraterritoriale du droit américain (2).

1 - *Foreign-cubed class actions*

647 - ***Foreign-cubed class actions*.** Les juges du fond américains avaient progressivement élaboré une jurisprudence assez libérale, au regard de leur compétence dans le cadre d'une action collective engagée aux Etats-Unis sur le fondement de la règle 10b-5, lorsque la situation comportait des éléments d'extranéité. Il suffisait en effet généralement que l'une des deux conditions suivantes soit alternativement remplie pour qu'ils se considèrent comme compétents : soit le *conduct test* - la conduite frauduleuse avait eu lieu, au moins en partie, sur le territoire américain - ; soit l'*effect test* - la fraude avait eu des effets sur les investisseurs ou, plus généralement, le marché américain. Il en résultait que de nombreuses actions collectives pouvaient prospérer en droit américain alors qu'elles ne présentaient qu'un lien très ténu avec les Etats-Unis. Tel était notamment le cas des actions collectives qualifiées de *foreign-cubed class actions* en ce qu'elles comprenaient un triple élément d'extranéité, pour avoir été engagées à l'encontre d'un émetteur étranger (*foreign issuer*) par des demandeurs étrangers (*foreign plaintiffs*) ayant acquis leurs titres sur des marchés étrangers (*foreign exchanges*). De nombreux émetteurs européens tels que les sociétés françaises Vivendi, Société Générale¹⁷³⁶

¹⁷³⁶ Pour information déféctueuse sur son exposition à la crise des *subprimes* et un défaut de contrôle interne révélé par les pertes considérables éprouvées lors du dénouement des opérations effectuées par le *trader* Jérôme Kerviel.

ou Alstom¹⁷³⁷, se sont vus ainsi attirés dans une action collective aux Etats-Unis et n'avaient guère d'autres possibilités que de transiger pour éviter un contentieux complexe, long et coûteux, compte tenu des particularités américaines favorables aux demandeurs. Celles-ci - qui sont tant procédurales (caractère *opt out* de l'action collective ; importance des frais de procédure en raison notamment de la *pretrial discovery* - procédure de production forcée des pièces par chaque adversaire - ; validité du pacte de *quota litis* permettant la rémunération des avocats des demandeurs uniquement en fonction du résultat – rémunération généralement comprise entre 10 et 30 % du résultat - ; absence de règle mettant les frais de procédure de l'autre partie à la charge de la partie succombante d'où une absence de risque pour les demandeurs ; droit constitutionnel d'être jugé par un jury populaire peu au fait de la matière financière¹⁷³⁸ ; possibilité d'une condamnation à des dommages-intérêts punitifs)¹⁷³⁹ que substantielles (théorie de la fraude sur le marché) - permettent en effet aux demandeurs d'exercer une sorte de chantage sur l'émetteur. En outre, la solution était source d'une certaine insécurité juridique car les cours d'appel des différents circuits n'appliquaient pas de la même façon les tests sus-mentionnés¹⁷⁴⁰.

2 - Limitation de l'application extraterritoriale du droit américain

648 - **La décision *Morrison v. National Australia Bank Ltd* de la Cour suprême.** La Cour suprême est venue unifier la jurisprudence dans une décision particulièrement attendue *Morrison v. National Australia Bank Ltd* du 24 juin 2010¹⁷⁴¹, dans le cadre d'une action

¹⁷³⁷ Il en a été ainsi également de la société allemande Deutsche Telekom, de la société néerlandaise Ahold, de la société anglo-néerlandaise Royal Dutch-Shell, de la société belge Lernout & Hauspie Speech Products NV, de la société franco-belge Dexia, de la société italienne Parmalat, de la société suisse Crédit Suisse First Boston ou de la société canadienne Nortel.

¹⁷³⁸ 7^e amendement de la Constitution américaine relatif aux procès en matière civile devant les juridictions fédérales.

¹⁷³⁹ V. notamment E. Gaillard, Bull. Joly Bourse, juill. 2010, n° 4, p. 308, note sous *Morrison v. National Australia Bank*, mettant en évidence « l'idéologie américaine de l'insécurité judiciaire comme facteur de règlement privé des relations commerciales collectives ».

¹⁷⁴⁰ V. notamment S.J. Choi & L.J. Silberman, *Transnational Litigation and Global Securities Class-Action Lawsuits*, Wisconsin L. Rev. 465 (2009), plaidant en outre pour une application de la règle 10b-5 limitée aux transactions réalisées aux Etats-Unis.

¹⁷⁴¹ *Morrison v. National Australia Bank Ltd. 561 U.S (2010)* : Bull. Joly Bourse, juill. 2010, n° 4, p. 308, note E. Gaillard ; JCP G, 29 mars 2010, n° 13, doct. 366, note E. Gaillard ; JCP G, 5 juill. 2010, n° 27, act. 743, note E. Gaillard ; RDBF, 2010, alerte 14, note Y. Paclot ; Rev. crit. DIP, 2010, p. 714, note H. Muir-Watt ; RTD com., 2011, p. 753, note N. Rontchevsky ; JCP E, 29 juill. 2010, n° 30, 1689, note B. Baheu-Derras ; RDBF, juill. 2010, n° 4, étude 17, note M. Dubertret ; RTDF, 2011, n° 3, p. 42, in colloque *Actualités du droit des marchés financiers*, jeudi 26 mai 2011, note H. Pisani ; Dr. sociétés, oct. 2010, n° 10, comm. 186, R. Mortier ; D., 2010,

engagée devant les tribunaux de New-York par des actionnaires australiens à l'encontre d'une banque australienne non cotée aux Etats-Unis en réparation du préjudice éprouvé à la suite de l'achat de titres de la banque sur la foi d'informations trompeuses qu'elle avait publiées en Australie. Plus précisément, trois citoyens australiens et, initialement, un citoyen américain – le fameux *Morrison* qui fut cependant écarté de l'instance dès l'examen de l'affaire par le tribunal de district, faute d'avoir pu apporter la preuve de son préjudice – avaient intenté une action collective, sur le fondement des dispositions anti-fraude du *Securities Exchange Act* de 1934, à l'encontre de la plus grande banque australienne, la *National Australia Bank*, dont les titres faisaient l'objet d'une cotation en Australie, en Nouvelle-Zélande, ainsi qu'à Londres et à Tokyo, mais dont seuls des *ADR (American Depositary Receipts)*¹⁷⁴² étaient cotés sur le *NYSE*.

Pour justifier de la légitimité de leur action, ces actionnaires faisaient en effet valoir que le litige relevait de la compétence du juge et du droit américains en ce que la fraude avait principalement eu lieu aux Etats-Unis (*conduct test*). La banque australienne avait en effet acquis quelques années auparavant une société américaine spécialisée dans la gestion des prêts hypothécaires, *HomeSide*, dont la perte de valeur l'avait contrainte à annoncer d'importantes provisions pour dépréciation de sa participation dans cette filiale, d'où une chute du cours des actions de la banque sur le marché australien. Or, pour les demandeurs, cette dépréciation était la conséquence de la manipulation par les dirigeants de la société américaine des modèles d'évaluation de son portefeuille de contrats, ce que contestait la banque en arguant d'une simple erreur d'anticipation. Le tribunal de district¹⁷⁴³, comme la Cour d'appel du second circuit,¹⁷⁴⁴ leur avaient donné tort en s'estimant incompetents, au motif que l'élaboration et la diffusion de l'information trompeuse avaient été commises en Australie, et qu'aucun effet substantiel sur les investisseurs ou le marché américain n'était démontré. La Cour d'appel ajoutait que les actes commis aux Etats-Unis n'étant pas au cœur

p. 2323, obs. S. Bollée ; Bull. Joly Bourse, juill. 2010, n° 4, obs. B. Garrigues. La décision a été aussi largement commentée par la doctrine américaine, et plus largement étrangère.

¹⁷⁴² Les *ADR* ou *ADS (American Depositary Shares)* sont des certificats négociables émis aux Etats-Unis par une banque américaine et représentant une certaine quantité d'actions étrangères qui se trouvent en dépôt auprès d'une autre banque. Ils sont utilisés par les sociétés étrangères qui souhaitent avoir accès au marché américain sans y être cotées, et relèvent des dispositions anti-fraude du *Securities Exchange Act* de 1934.

¹⁷⁴³ *Morrison v. National Australia Bank*, 2006 WL 3844465 (SDNY, Oct. 25, 2006).

¹⁷⁴⁴ *Morrison v. National Australia Bank*, 547 F.3d 167 (2nd Cir. 2008).

de la fraude supposée, les dispositions anti-fraude du *Securities Exchange Act* n'étaient pas applicables.

La Cour suprême, saisie d'un recours par les demandeurs, décide de trancher le débat, eu égard à l'importance de la question de l'application de la loi boursière fédérale aux *foreign cubed class actions*, comme en attestait d'ailleurs le nombre de mémoires déposés par les gouvernements et institutions étrangers à titre d'*amicus curiae* (« *ami de la cour* ») pour faire connaître, en tant que partie tierce au litige, leur point de vue sur la question soulevée par le contentieux en cours¹⁷⁴⁵. Elle confirme la décision d'appel, mais en empruntant une tout autre argumentation. Après avoir rectifié l'enjeu du litige qui n'avait pas trait, contrairement à ce qu'avait jugé la Cour d'appel, à la compétence juridictionnelle (*subject-matter jurisdiction*), mais à l'application dans l'espace de la loi américaine, elle se fonde ensuite sur le « *principe constant du droit américain* », selon lequel la non-extraterritorialité de la loi américaine doit être présumée, faute de volonté contraire et expresse du législateur¹⁷⁴⁶, afin que soit respectée la souveraineté des autres Etats¹⁷⁴⁷. Estimant que le Congrès n'a pas manifesté expressément sa volonté de conférer une portée extraterritoriale à la règle 10b du *Securities Exchange Act* de 1934, elle écarte les *conduct* et *effect tests* développés par les juges du fond au profit d'un nouveau test exigeant un rattachement plus fort avec le territoire américain. En vertu de celui-ci, qualifié de *transactional test*, le droit boursier fédéral anti-fraude n'est plus applicable qu'aux transactions réalisées soit aux Etats-Unis, soit sur des titres cotés aux Etats-Unis. La Cour suprême affirme ainsi adopter, comme cela lui était demandé, un critère clair (*bright line test*) mettant fin à l'insécurité juridique antérieure, tout en invitant le législateur à conférer, s'il le souhaite, un champ d'application extraterritorial aux dispositions boursières anti-fraude,

¹⁷⁴⁵ Tel a été le cas notamment des Etats-Unis, de l'Australie, du Royaume-Uni et de la France. Des sociétés notamment françaises sont également intervenues (Vivendi, Alstom, Thales, EADS, Lagardère et Technip). L'Etat français a notamment mis en avant qu'une conception extensive de la compétence du juge américain empièterait sur la souveraineté des autres Etats, qui sont en droit de régler leurs propres affaires selon leurs propres vues, et ce en contradiction avec le principe de courtoisie internationale (*comity*), et que le mécanisme de l'*opt out* est contraire à l'ordre public international français. Les Etats-Unis ont, pour leur part, soutenu la conception large de la SEC de la compétence des juridictions américaines.

¹⁷⁴⁶ « *It is a longstanding principle of American law that legislation of Congress, unless a contrary intent appears, is meant to apply only within the territorial jurisdiction of the United States* ».

¹⁷⁴⁷ « *The probability of incompatibility with the applicable laws of other countries is so obvious that if Congress intended such foreign application "it would have addressed the subject of conflicts with foreign laws and procedures."* 499 U. S., at 256. *Like the United States, foreign countries regulate their domestic securities exchanges and securities transactions occurring within their territorial jurisdiction. And the regulation of other countries often differs from ours as to what constitutes fraud, what disclosures must be made, what damages are recoverable, what discovery is available in litigation, what individual actions may be joined in a suit, what attorney's fees are recoverable, and many other matters* ».

et ce dans le contexte de l'adoption concomitante du *Dodd-Frank Act*. Si la doctrine a pu mettre en évidence les ambiguïtés du nouveau test proposé par la Cour suprême¹⁷⁴⁸, elle a toutefois le grand mérite de respecter enfin le principe de courtoisie internationale et de souveraineté des Etats.

B - La réaction du législateur américain

649 - **La réaction du législateur dans le cadre du *Dodd-Frank Act*.** La réaction du législateur américain ne s'est pas fait attendre. En effet, au lendemain de la décision *Morrison*, d'aucuns ont trouvé notamment qu'elle entraînait une réduction trop importante de la protection des investisseurs américains, aussi bien au regard du *public enforcement* que du *private enforcement*, compte tenu de la formulation générale de la solution énoncée par la Cour suprême. Le juge Stevens notamment a estimé, dans une opinion dissidente, que l'exclusion de toute application du droit boursier américain aux transactions non réalisées aux Etats-Unis ou ne portant pas sur des titres cotés aux Etats-Unis, pourrait aboutir à priver les investisseurs américains qui achèteraient des titres d'une société étrangère de toute protection contre la fraude, dès lors que l'opération n'aurait pas eu lieu aux Etats-Unis. Il s'est ainsi prononcé en faveur du maintien de l'*effect test*, permettant l'application du droit américain dès lors que la fraude avait substantiellement affecté le marché ou les investisseurs américains. Aussi le Congrès a-t-il, dans le cadre du *Dodd-Frank Act*, adopté deux nouvelles dispositions relatives au champ d'application territorial de la règle 10b du *Securities Exchange Act*, l'une relative au *public enforcement* (1), l'autre au *private enforcement* (2).

1 - *Public enforcement*

650 - ***Public enforcement*.** L'article 929P(b) de la loi a eu pour ambition de rétablir l'application extraterritoriale des actions administratives ou pénales engagées par la SEC ou par l'Etat américain. Il prévoit, plus précisément, que la SEC ou l'Etat peut engager des poursuites, sur le fondement des dispositions anti-fraude, à l'encontre d'émetteurs étrangers dans deux

¹⁷⁴⁸ V. notamment W.A. Kaal & R.W. Painter, *The Aftermath of Morrison v. National Australia Bank and Elliott Associates v. Porsche*, ECFR, 2011, p. 77. Adde, en droit français, S. Lambert, *International Forum Shopping in the United States: foreign-cubed securities class actions are not yet dead and buried*, RTDF, 2010, n° 3, p. 4, qui offre par ailleurs un tableau d'ensemble très complet et précis de l'ensemble de l'affaire.

hypothèses : soit lorsqu'un agissement ayant eu lieu sur le territoire américain constitue un élément significatif de la fraude, peu important que les transactions aient eu lieu en dehors des Etats-Unis et que les investisseurs soient étrangers, soit lorsqu'un agissement ayant eu lieu hors du territoire américain a des effets substantiels prévisibles aux Etats-Unis¹⁷⁴⁹. Cette nouvelle disposition réintroduit ainsi l'application du *conduct test* ou de l'*effect test* en matière de *public enforcement*, confortant la position qui était déjà celle de la SEC en matière administrative, ou du *Department of Justice (DOJ)* en matière pénale. Toutefois, à bien y regarder, le texte fait référence à la compétence juridictionnelle (*subject matter jurisdiction*) des tribunaux américains en la matière et non, comme la jurisprudence *Morrison*, à la loi applicable, de sorte qu'a été débattue en doctrine la question de savoir si le Congrès était bien revenu sur ladite jurisprudence¹⁷⁵⁰.

2 - *Private enforcement*

651 - ***Private enforcement***. L'article 929Y du *Dodd-Frank Act*, pour sa part, a donné mission à la SEC de mener, dans les 18 mois, une étude sur le champ d'application territorial des dispositions anti-fraude en matière de responsabilité civile (*private enforcement*)¹⁷⁵¹. Contrairement à ce beaucoup avaient pronostiqué, à l'issue de son étude, la SEC a conclu que, compte tenu des divergences doctrinales et des résultats qu'elle avait obtenus, elle n'était pas en mesure de se prononcer sur les conséquences en termes de coûts/bénéfices de l'extension au-delà des frontières du droit d'agir en responsabilité civile sur le fondement du droit boursier américain, et n'a ainsi formulé aucune recommandation quant à une modification du

¹⁷⁴⁹ La section 27B(b) du *Securities Exchange Act*, intitulée « *Extraterritorial jurisdiction* » prévoit désormais : « *the district courts of the United States and the United States courts of any Territory shall have jurisdiction of an action or proceeding brought or instituted by the Commission or the United States alleging a violation of the antifraud provisions of this title involving (1) conduct within the United States that constitutes significant steps in furtherance of the violation, even if the securities transaction occurs outside the United States and involves only foreign investors; or (2) conduct within the occurring outside the United States that has a foreseeable substantial effect within the United States* ».

¹⁷⁵⁰ V. notamment, sur ce point et plus généralement sur les lacunes de cette nouvelle disposition, R.W. Painter, *The Dodd-Frank Extraterritorial Jurisdiction Provision: Was It Effective, Needed or Sufficient?*, *Harvard Bus. L. Rev.* 195 (2011).

¹⁷⁵¹ V. *Dodd-Frank Act*, section 929Y, précisant en outre : « *the study shall consider and analyze, among other things (1) the scope of such a private right of action, including whether it should extend to all private actors or whether it should be more limited to extend just to institutional investors or otherwise; (2) what implications such a private right of action would have on international comity; (3) the economic costs and benefits of extending a private right of action for transnational securities frauds; and (4) whether a narrower extraterritorial standard should be adopted* ».

Securities Exchange Act sur ce point¹⁷⁵². Le Congrès s'est donc abstenu de toute intervention¹⁷⁵³, de sorte que si l'effet de la jurisprudence *Morrison* a *a priori* été écarté en matière de *public enforcement*, il demeure en revanche valable en matière de *private enforcement*. C'est donc le *transactional test*, formulé par cette jurisprudence, qui constitue dès lors le droit positif au regard de la responsabilité civile, exigeant, pour une application extraterritoriale du droit boursier anti-fraude, une transaction qui soit porte sur des titres cotés sur un marché américain soit ait été réalisée sur le territoire américain.

652 - **Conséquences. Suites.** Certes, la jurisprudence *Morrison*, qui n'a statué que sur la loi applicable et non sur la juridiction compétente, en restreignant l'application extraterritoriale du droit boursier fédéral américain, n'empêche pas formellement des investisseurs étrangers de participer à une action collective américaine, dès lors que le juge américain applique le droit étranger en question¹⁷⁵⁴. Toutefois, si l'investisseur étranger continuera de bénéficier des avantages de la procédure américaine, qui sont régis par la loi du for, cette configuration présentera moins d'intérêt en ce que l'investisseur se verra, sur le fond, refuser l'application de la théorie de la fraude sur le marché. Le juge américain pourrait également être tenté, sur le fondement du principe du *forum non conveniens*, d'abandonner au juge étranger le soin de faire respecter son propre droit¹⁷⁵⁵. Au-delà, on peut même douter de la possibilité des investisseurs étrangers de pouvoir faire partie de la classe, au stade de la certification, faute de respecter les conditions exigées à cet égard par l'article 23 des règles de procédure civile américaine, notamment la *commonality* et la *superiority*.

¹⁷⁵² SEC, *Study on the Cross-Border Scope of the Private Right of Action Under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934, as Required by Section 929Y of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, avr. 2012. V notamment, en conclusion de l'annexe B, « overall, the conflicting evidence in the academic literature and the results of our event study on the Morrison decision are inconclusive as to the net benefits or costs of a cross-border extension of private rights of action ».

¹⁷⁵³ En faveur de cette solution, v. notamment W.A. Kaal & R.W. Painter, art. préc., estimant qu'elle apporte une plus grande sécurité juridique en matière de transactions internationales.

¹⁷⁵⁴ Pour une mise au point salutaire à cet égard, v. C. Kessedjian, *Morrison et l'effet extraterritorial de la loi américaine sur les valeurs mobilières*, in *Liber amicorum : mélanges en l'honneur de Camille Jauffret-Spinozi*, Dalloz, 2013, p. 719. Cet auteur met en évidence que la décision *Morrison* ne ferme pas la porte des actions collectives américaines aux demandeurs étrangers mais exige, dès lors que les titres ont été achetés sur une place boursière étrangère, que l'affaire soit jugée en vertu du droit boursier étranger par le juge américain. Elle se livre également à une étude détaillée de la décision.

¹⁷⁵⁵ V. C. Kessedjian, art. préc., p. 728 qui relève la « réticence des juridictions de common law quand elles doivent appliquer du droit étranger. Réticence encore plus grande lorsqu'il s'agit de gérer une class action mettant en présence des demandeurs venant de pays différents et qui nécessiterait éventuellement l'application de plusieurs lois étrangères ».

La jurisprudence semble d'ailleurs s'en tenir pour l'instant à une application rigoureuse, voire extensive, des critères posés par la jurisprudence *Morrison*¹⁷⁵⁶. Ainsi, dans l'affaire *City of Pontiac*¹⁷⁵⁷, la Cour d'appel du second circuit a refusé l'application de la règle 10(b) du *Securities Exchange Act* de 1934 à l'action introduite par des demandeurs étrangers et un demandeur américain ayant acheté des titres d'une société étrangère (UBS) sur un marché étranger, peu important que les actions fussent également cotées sur un marché américain et que l'ordre d'achat de l'actionnaire institutionnel américain ait été placé aux Etats-Unis avant d'être exécuté à l'étranger. La décision est ainsi restrictive. D'une part, elle fait prévaloir la notion de « *transaction domestique* », c'est-à-dire réalisée aux Etats-Unis, sur le critère du lieu de cotation – sans pourtant que cette primauté ait été affirmée par la jurisprudence *Morrison*. D'autre part, elle exclut les transactions réalisées par un demandeur américain¹⁷⁵⁸, en rappelant, en accord toutefois sur ce point avec la jurisprudence *Morrison*, que la nationalité de l'acheteur ou son lieu de résidence ne sont pas des critères pertinents au regard du *transactional test*. Egalement, dans l'affaire *Parkcentral Global Hub Ltd. v. Porsche Automobil Holdings SE*¹⁷⁵⁹, la même cour d'appel a refusé l'application de la règle 10(b) à l'action intentée contre un émetteur étranger, Porsche, relativement à des produits dérivés conclus aux Etats-Unis par des fonds d'investissement alternatifs (*hedge funds*) américains sur des titres de la société mère, Volkswagen, cotés à l'étranger. Les fonds américains reprochaient à Porsche des déclarations frauduleuses et une manipulation du cours relativement audit titre Volkswagen. La cour d'appel rejette cette action alors même que les produits dérivés en question (options) avaient été conclus aux Etats-Unis ; elle considère que, malgré le caractère domestique des transactions, les actions intentées revêtaient une dimension principalement étrangère. C'est le critère de « *transaction domestique* », seconde branche du *transactional test*, qui est cette fois écarté. La jurisprudence *Morrison* semble ainsi appliquée de manière particulièrement restrictive, les juges du fond n'hésitant pas même à aller au-delà des critères posés par le *transactional test*, avec la volonté de donner la moindre

¹⁷⁵⁶ V., notamment, R.W. Kirby, *Access to United States Courts by Purchasers of Foreign Listed Securities in the Aftermath of Morrison v. National Australia Bank Ltd.*, 7 *Hastings Bus. L.J.* 223 (2011).

¹⁷⁵⁷ *City of Pontiac Policemen's & Firemen' Ret. Systems et al. v. UBS AG et al.*, No. 12-4355 (2d Cir. May 6, 2014). V. sur cet arrêt, N.B. Zekkouti, *Le contentieux boursier international à l'épreuve de l'extraterritorialité du droit américain : « Morrison toujours »*, Bull. Joly Bourse, déc. 2014, n° 12, p. 594.

¹⁷⁵⁸ Est ainsi exclue une *foreign-squared securities class action*, puisqu'elle ne présente plus que deux éléments d'extranéité.

¹⁷⁵⁹ *Parkcentral Global Hub Ltd. v. Porsche Automobil Holdings SE*, No. 11-397-cv (2d Cir. Aug. 15, 2014). V. N.B. Zekkouti, Bull. Joly Bourse, janv. 2015, n° 1, p. 19.

portée qu'il est possible à l'extraterritorialité du droit américain, dans le cadre d'une appréciation casuistique des considérations factuelles de l'espèce dans un contexte international.

- 653 - **Synthèse.** Après s'être montrée particulièrement favorable à la réception d'actions collectives présentant de forts éléments d'extranéité, la jurisprudence américaine leur réserve désormais un accueil bien plus restrictif, sans avoir été désavouée par le législateur. Une telle conception restrictive mérite, à notre sens, d'être saluée au regard du principe de courtoisie internationale et de souveraineté internationale des Etats. Il est temps également que le système juridique français affirme sa souveraineté.

Paragraphe 2 - **Pour l'affirmation de sa souveraineté par le droit français**

- 654 - **L'affirmation de sa souveraineté par le droit français.** La participation d'investisseurs étrangers, et notamment français, à des actions collectives américaines est susceptible, à notre sens, de constituer un abus de *forum shopping* (A), qui nécessite une réaction du droit français (B).

A - Abus de *forum shopping*

- 655 - Après avoir donné une définition de l'abus de *forum shopping* (1), nous concluons à son existence en cas de participation des investisseurs français à une action collective américaine présentant de forts éléments d'extranéité (2).

1 - Définition de l'abus de *forum shopping*

- 656 - **Forum shopping.** La pratique du *forum shopping* consiste à exercer un choix dans la compétence internationale des tribunaux pour « *s'assurer l'accès au for le plus favorable à ses intérêts, que ce soit sur le terrain du fond, afin de profiter de l'application de solutions substantielles plus intéressantes, ou plus fréquemment sur le terrain procédural, afin de bénéficier de procédures facilitant l'action en justice (...)* »¹⁷⁶⁰, dans un contexte de

¹⁷⁶⁰ D. Cohen, *Contentieux d'affaires et abus de forum shopping*, D., 2010, p. 975, n° 10.

concurrence normative¹⁷⁶¹. Si elle peut concerner tous types de litiges, elle trouve un terrain particulièrement favorable en matière de contentieux d'affaires, et notamment de contentieux boursier, en raison de la globalisation des marchés et de l'internationalisation des sociétés cotées (actionnariat très diversifié, activité internationale, possible multicotation)¹⁷⁶². Il en résulte une multiplicité de chefs de compétence envisageables (tribunal du lieu du siège social, du lieu de l'exercice de l'activité concernée, de la place de la cotation, du domicile de l'investisseur, du lieu des comptes de l'investisseur, etc.). Il est alors plus que tentant, pour les demandeurs, de rechercher le juge le plus accommodant, tant quant à la recevabilité de l'action (notamment la faculté d'exercer une action collective) qu'à la condamnation sur le fond ou à la possibilité de transiger, et ce d'autant plus que les intérêts économiques en jeu sont particulièrement importants.

657 - **Abus de *forum shopping***. Comme M. Daniel Cohen l'a fort bien montré, la pratique du *forum shopping* est cependant susceptible de dégénérer en abus¹⁷⁶³. Il explique en effet que, pour déterminer le caractère licite ou illicite du *forum shopping*, il faut prendre en considération l'ensemble des intérêts en jeu : ceux de la partie qui l'exerce, ceux de la partie à laquelle le choix du for est imposé, mais aussi et surtout l'intérêt général des systèmes juridiques concernés. Il distingue ainsi le *forum shopping* licite, « lorsqu'est offert un véritable choix de compétence entre plusieurs fors distincts mis à égalité », du *forum shopping* illicite, « dès lors que le choix du for, apparemment licite, en ce que divers fors peuvent éventuellement se reconnaître compétents, s'opère par la soustraction du litige à la compétence de son juge naturel, en vue de son attribution artificielle, c'est-à-dire forcée, disproportionnée, sans lien caractérisé significatif, ou au mépris de rattachements plus raisonnables et plus pertinents ». Il ajoute qu'il y a alors « abus de forum shopping. L'évitement du juge le plus approprié en fonction des données intrinsèques du litige et des qualités des demandeurs et défendeurs démontre précisément l'abus »¹⁷⁶⁴. De manière encore plus détaillée, M. Pascal de Vareilles-Sommières met en évidence une *summa divisio* entre le *shopping bonus*, licite, et le *shopping malus*, illicite, qui génère des conséquences

¹⁷⁶¹ V., notamment, S. Bollée, *La concurrence des justices nationales*, in *L'efficacité économique du droit*, Economica, 2010, p. 121.

¹⁷⁶² D. Cohen, art. préc., n° 12 et s.

¹⁷⁶³ V. D. Cohen, art. préc., spéc. n° 14 et s.

¹⁷⁶⁴ D. Cohen, art. préc., spéc. n° 20 et s.

procédurales malencontreuses : il soumet le litige à une juridiction dépourvue de lien caractérisé avec ce dernier ; il met en échec un jugement ou une procédure déjà intervenu régulièrement ; il empêche l'exercice d'une compétence exclusivement française ; il soustrait le litige à ses juges naturels ou a des conséquences substantielles sur les droits litigieux de manière frauduleuse (fraude à la loi¹⁷⁶⁵)¹⁷⁶⁶.

2 - Existence d'un abus de *forum shopping*

658 - **Application.** Il nous semble que la participation des investisseurs français à des actions collectives aux Etats-Unis à l'encontre de sociétés françaises, alors même que le litige en question ne présente qu'un lien relativement faible avec cet Etat, constitue une forme d'abus de *forum shopping*, de la part d'investisseurs qui cherchent avant tout à profiter des avantages procéduraux et substantiels (théorie de la fraude sur le marché) américains, alors que la compétence reviendrait plus naturellement au juge français¹⁷⁶⁷. Et ce d'autant que, comme

¹⁷⁶⁵ Sur la théorie de la fraude à la loi, v. notamment B. Audit et L. d'Avout, *Droit international privé*, Economica, 2013, 7^e éd., n° 297 et s.

¹⁷⁶⁶ P. de Vareilles-Sommières, *Le forum shopping devant les juridictions françaises*, Trav. Com. fr. DIP, 1998-2000, p. 49, spéc. p. 51 et s. Adde E. Cornut, *Forum shopping et abus du choix du for en droit international privé*, JDI, janv. 2007, n° 1, doct. 2, p. 27, distinguant « selon que l'intéressé crée ou modifie une situation internationale ou qu'il exploite une situation internationale préexistante ». Selon ce dernier auteur, si dans le premier cas, il peut être recouru à la notion de fraude à la juridiction, le demandeur ayant artificiellement créé le chef de compétence de l'autorité saisie, il ne peut pas en être ainsi dans le second – le plus fréquent – lorsque le demandeur se contente d'exploiter une situation internationale préexistante : seul le recours à la réserve de l'abus de droit est alors envisageable à condition que cette exploitation entraîne une rupture anormale d'équilibre ou une disproportion manifeste d'intérêts entre les parties.

¹⁷⁶⁷ V. D. Cohen, art. préc., spéc. n° 35. La notion est toutefois discutée parmi les internationalistes. V., pour une appréciation critique, M. Audit et M.-L. Niboyet, *L'affaire Vivendi Universal SA ou comment une class action diligentée aux Etats-Unis renouvelle le droit du contentieux international en France*, Gaz. Pal., 29 mai 2010, p. 11, spéc. n° 48 et s., considérant notamment que l'abus de *forum shopping* est bien difficile à caractériser, alors que « tout le droit des conflits de lois repose sur le postulat de la vocation concurrente du droit étranger ! ». Rapp. H. Muir Watt, *Régulation de l'économie globale et l'émergence de compétences déléguées : sur le droit international privé des actions de groupe (à propos de l'affaire Vivendi Universal)*, Rev. crit. DIP, 2008, p. 581, considérant que la « délégation » de la conduite d'une action de groupe par un for particulier constitue une « nouvelle forme de gestion du contentieux transnational (...) parfaitement conforme à la fonction de régulation économique qui incombe désormais aux juridictions étatiques dans l'ordre global, dans l'intérêt de la communauté des Etats et parfois même en application de normes communes » ; du même auteur, *Le champ d'application dans l'espace de la législation financière américaine – Le serpent de mer de l'extraterritorialité*, Cahiers de droit de l'entreprise, nov. 2012, dossier 31, regrettant notamment le retour au territorialisme opéré par la décision *Morrison* et plaidant plutôt pour une meilleure coordination des régimes nationaux. Adde R.W. Kirby, art. préc., en faveur d'une application extraterritoriale du droit américain dès lors que la fraude a un rapport avec les Etats-Unis, au motif que l'internationalisation des marchés financiers exige que tous les investisseurs bénéficient de la même protection et que toutes les personnes ayant commis une fraude boursière soient tenues pour responsables. Contra M.B. Fox, *Fraud-on-the-Market Class Actions Against Foreign Issuers*, 64 *Stan. L. Rev.* 1173 (2012), plaidant pour une approche particulièrement restrictive, en vertu de laquelle la législation anti-fraude américaine ne devrait être applicable qu'aux seuls émetteurs étrangers ayant choisi de s'y soumettre, peu important que les investisseurs soient américains ou que la fraude se soit déroulée aux Etats-Unis, et cela notamment afin de préserver la compétitivité des marchés américains.

nous l'avons dit, les actions collectives boursières américaines aboutissent le plus souvent à exercer une forme de chantage sur un émetteur, qui se trouve de fait contraint de transiger. Compte tenu de l'effet pernicieux de la responsabilité civile sur le marché secondaire que nous avons déjà largement mis en évidence, et que le droit français a, pour l'instant, réussi pour l'essentiel à éviter, l'incitation des investisseurs français à participer aux actions collectives américaines revient à faire revenir par la fenêtre ce que nous avons chassé par la porte.

659 - **Nécessité d'une intervention des systèmes juridiques.** Il est, par conséquent, nécessaire que les systèmes juridiques interviennent pour rétablir l'équilibre entre les parties et éviter l'hégémonie d'un système sur un autre¹⁷⁶⁸. MM. Bertrand Fages et Christophe Perchet écrivent ainsi avec beaucoup de justesse : *« ce dépaysement calculé du contentieux boursier est la manifestation d'une nouvelle forme d'activisme actionnarial – judiciairement entreprenant, territorialement mobile – qui n'est pas sans inquiéter les sociétés cotées. Il questionne surtout les systèmes juridiques : le droit américain, qui s'interroge sur l'extraterritorialité de sa législation boursière, et le droit français, auquel il appartient d'élaborer de façon urgente une réponse ferme et internationalement lisible au problème en France des class actions américaines »*¹⁷⁶⁹. Le droit américain, par la jurisprudence *Morrison* non démentie par le législateur en matière de responsabilité civile, a fait sa part, et cela est heureux. Il est temps maintenant que le droit français réagisse.

B - La réaction nécessaire du droit français

660 - **Contre l'hégémonie d'un juge ou d'un droit étranger.** Même si la tendance actuelle est plutôt en sens contraire en droit américain, on n'est toutefois pas à l'abri d'un revirement de la Cour suprême ou d'une modification législative. Il serait alors choquant que le juge américain devienne le juge du monde entier et que le droit français soit ravalé au second plan, en contradiction avec le principe de courtoisie internationale, de souveraineté nationale et

¹⁷⁶⁸ V. D. Cohen, art. préc., n° 25. V., dans le même sens, avec des observations détaillées sur le fonctionnement des actions collectives aux Etats-Unis, H. Pisani, *Les class actions : réflexions d'un spectateur engagé*, 1^{re} partie, RTDF, 2009, n° 4, p. 47, et 2^e partie, RTDF, 2010, n° 3, p. 15.

¹⁷⁶⁹ B. Fages et Ch. Perchet, note sous CA Paris, 2^e pôle, 2^e ch. 2, 28 avr. 2010, RG n° 10/01643, *Vivendi c/ Gérard*, Bull. Joly Bourse, 2010, p. 738, 1^{re} esp., n° 2.

l'exigence d'harmonisation internationale des solutions¹⁷⁷⁰. Le droit français doit donc réagir pour se protéger de l'impérialisme des Etats-Unis ou d'un autre Etat. L'affaire *Vivendi*, dans son volant français, l'a d'ailleurs mis en évidence (1). Les modalités envisageables de cette réaction de notre droit sont diverses (2).

1 - L'affaire *Vivendi*

661 - **L'affaire *Vivendi*.** N'ayant pu obtenir l'exclusion par le juge américain des actionnaires français lors de la certification de la classe¹⁷⁷¹, la société Vivendi a assigné l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM) et deux anciens actionnaires français de la société – qui avaient été un temps les représentants des actionnaires étrangers dans l'instance américaine - devant les juridictions françaises. Elle faisait valoir en effet que le recours par des actionnaires français aux juridictions américaines dans le cadre d'une action collective non reconnue en France, alors que le litige relevait de la compétence naturelle du juge français, constituait un abus du droit d'ester en justice devant donner lieu en une condamnation en responsabilité civile au titre de l'article 1382 du Code civil et à une injonction faite aux actionnaires de se désister de l'action collective américaine. Elle a été

¹⁷⁷⁰ D. Cohen, art. préc., n° 45 et 46. V. également, E. Jeuland, *Droit processuel général*, LGDJ-Lextenso éd., coll. Domat droit privé, 2014, 3^e éd., n° 575 : « il y aurait alors un risque de compétence universelle des Etats-Unis en matière de class action et donc un choix de l'ordre processuel laissé au demandeur. Or, la compétence universelle se comprend en matière de droit de l'homme car il y fait référence au lien d'humanité. Elle devient unilatéraliste quand elle concerne des rapports juridiques privés rattachés à d'autres ordres processuels ». Adde H.-L. Buxbaum, *Transnational Regulatory Litigation*, *Va. J. Int'L L.* 251 (2006).

¹⁷⁷¹ La certification de la classe des porteurs de titres ou ADR de Vivendi acquis entre octobre 2000 et août 2002 a été affirmée par une première décision du Tribunal fédéral de première instance du district sud de l'Etat de New York (juge Holwell) du 26 mars 2007, puis par une seconde du 21 mai 2007, au motif, s'agissant des actionnaires français, qu'à l'issue du test de proportionnalité, il apparaissait que la décision américaine serait probablement reconnue en France et qu'elle n'était, par conséquent, pas incompatible avec le droit français. Il en a été de même des actionnaires anglais et néerlandais ; les actionnaires allemands ont en revanche été exclus de la classe, la probabilité de reconnaissance du jugement en Allemagne ayant été jugée trop faible. Peu après, dans l'affaire *Alstom*, le juge Marrero appartenant à la même juridiction, a pris une décision parfaitement contraire, dans une espèce pourtant similaire, en excluant les actionnaires français de l'action au motif que, selon le test dit de « probabilité » (cf. *infra*), la décision incluant les actionnaires français porterait atteinte à des principes essentiels du droit français et qu'il serait donc probablement impossible qu'elle fût reconnue en France (*Alstom SA Securities Litigation*, 253 FRD (SDNY 2008)). La société Vivendi a alors demandé au juge Holwell de reconsidérer la certification de la classe en prenant en compte la décision rendue dans l'affaire *Alstom* ; le juge Holwell a refusé de faire droit à cette demande en date du 31 mars 2009. Le verdict du jury populaire a finalement été rendu le 29 février 2010, condamnant la société Vivendi mais non ses dirigeants (02 Civ. 5571 (RJH) (HBP) (SDNY February 29 2010)). Selon les avocats des demandeurs, il aurait permis aux investisseurs d'être indemnisés à hauteur de 6,6 milliards d'euros.

déboutée aussi bien par le Tribunal de grande instance¹⁷⁷² que par la Cour d'appel de Paris¹⁷⁷³.

La cour écarte en effet le prétendu abus de *forum shopping* en énonçant que « *le droit d'ester en justice est un droit fondamental dont l'exercice ne peut dégénérer en abus que s'il est mis en œuvre avec une légèreté blâmable, ou obéit à une intention malicieuse ou malveillante* ». Or, elle estime en l'espèce que les conditions n'étaient pas remplies. Elle rappelle d'abord que le juge français ne pouvait être considéré comme le « *juge naturel* » du litige, « *alors qu'il n'existe aucune hiérarchie entre les différents fors compétents pour connaître du litige* »¹⁷⁷⁴. Elle ajoute que des « *liens sérieux* » existaient entre le litige et le for américain, du fait que les actions acquises étaient cotées à la bourse de New York, que les infractions reprochées consistaient en une violation de la réglementation boursière de l'Etat de New York, et que les dirigeants étaient à l'époque domiciliés à New York où ils avaient fait un certain nombre de déclarations ; tous éléments, rappelle-t-elle, qui avaient été amplement débattus devant le juge américain lors de la certification de la classe et justifiaient le caractère approprié du choix de ce juge. Elle écarte par ailleurs l'existence d'une manœuvre frauduleuse dans l'attribution de la compétence au juge américain, la procédure ayant été engagée par des actionnaires américains et étrangers qui avaient sollicité la certification la plus large, ainsi que celle d'une intention frauduleuse dans la volonté d'obtenir d'une juridiction américaine la reconnaissance d'un droit à indemnisation dans des conditions favorables à ses intérêts. Elle rejette, enfin, l'argument soulevé par la société Vivendi selon lequel l'action collective exercée aux Etats-Unis caractériserait nécessairement un abus de *forum shopping* puisque, en tout état de cause, le jugement américain ne pourrait pas être

¹⁷⁷² TGI Paris, 1^{re} ch., 1^{re} sect., 13 janv. 2010, RG n° 09/15408, Vivendi c/ Gérard : H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet, Banque et droit, mars-avr. 2010, p. 48.

¹⁷⁷³ CA Paris, 2^e pôle, 2^e ch. 2, 28 avr. 2010, RG n° 10/01643, Vivendi c/ Gérard, JurisData n° 2010-014126 : Rev. sociétés, 2010, p. 367, étude V. Magnier ; Bull. Joly Sociétés, 2010, p. 514, note A. Couret et B. Dondero ; Bull. Joly Bourse, 2010, p. 738, 1^{re} esp., note B. Fages et Ch. Perchet ; D., 2010, p. 1224, obs. X. Delpéch ; D., 2010, p. 2323, obs. S. Bollée ; D., 2011, p. 265, obs. N. Fricero ; Dr. sociétés, oct. 2010, n° 10, comm. 185, R. Mortier ; H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet, Banque et droit, mai-juin 2010, p. 23 ; M. Audit et M.-L. Niboyet, *L'affaire Vivendi Universal SA ou comment une class action diligentée aux Etats-Unis renouvelle le droit du contentieux international en France*, Gaz. Pal., 29 mai 2010, p. 11 ; JCP E, 23 juin 2011, n° 25, 1476, note J.-L. Navarro et K. Akhzam.

¹⁷⁷⁴ Elle estime, en effet, qu'en vertu du règlement Bruxelles I, étaient compétentes aussi bien les juridictions où la société Vivendi a son siège que celles du lieu de la réalisation du dommage ou de la production du fait générateur.

reconnu en France en raison de sa contrariété à l'ordre public international français¹⁷⁷⁵ ; refusant de se faire par anticipation juge de l'*exequatur*, elle énonce en effet que l'appréciation concrète d'une telle contrariété ne peut se faire qu'au regard du jugement rendu sur le fond du litige, et ajoute qu'au demeurant rien n'indique que les actionnaires français, s'ils obtiennent gain de cause, poursuivront en France l'exécution de cette décision alors que la société Vivendi détient un actif important aux Etats-Unis.

662 - **Appréciation critique.** Que penser de cette décision ? Les demandes formulées par la société Vivendi présentaient une originalité indéniable, comme n'ont pas manqué de le relever les internationalistes qui y ont vu « *un véritable laboratoire d'expérimentation de nouvelles techniques de droit international privé* »¹⁷⁷⁶. Ainsi, la demande portée devant le juge français de faire injonction aux actionnaires de se désister de l'instance américaine consistait en une sorte d'*anti-suit injunction*¹⁷⁷⁷, pourtant inconnue du droit français¹⁷⁷⁸. De même, la tentative de forcer le juge à se prononcer par anticipation sur la reconnaissance et l'exécution de la décision américaine en France, comme un juge de l'*exequatur*, ne manquait pas d'audace. Aucune n'a toutefois prospéré devant le juge français, la société Vivendi n'ayant dû son salut qu'à la décision *Morrison*, qui a eu pour effet de faire sortir un grand nombre d'actionnaires (environ 80 %), dont les actionnaires français, de la classe. Il a ainsi pu être reproché au juge

¹⁷⁷⁵ Sur les critères de reconnaissance et d'exécution des jugements étrangers en France, v. Cass. 1^{re} civ. 20 févr. 2007, Cornelissen (D., 2007, p. 1115, note L. d'Avout et S. Bollée ; JDI, 2007, p. 1194 note F.-X. Train ; Rev. crit. DIP, 2007, p. 420, note B. Ancel et H. Muir Watt ; Gaz. Pal., 29 avr.-3 mai 2007, n° 119, chron. M.-L. Niboyet) : « *pour accorder l'exequatur hors de toute convention internationale, le juge français doit s'assurer que trois conditions sont remplies, à savoir la compétence indirecte du juge étranger, fondée sur le rattachement du litige au juge saisi, la conformité à l'ordre public international de fond et de procédure et l'absence de fraude à la loi* ». La société Vivendi mettait en avant le caractère anticonstitutionnel de l'*opt out*, qui porte atteinte au principe de liberté individuelle en ce qu'il ne permet pas à l'intéressé de participer en toute connaissance de cause à l'action ou de s'en extraire à tout moment pour conduire personnellement la défense de ses intérêts, et serait donc *a fortiori* contraire à l'ordre public international français. Cf. *infra*.

¹⁷⁷⁶ M. Audit et M.-L. Niboyet, *L'affaire Vivendi Universal SA ou comment une class action diligentée aux Etats-Unis renouvelle le droit du contentieux international en France*, Gaz. Pal., 29 mai 2010, n° 149, p. 11, spéc. n° 56.

¹⁷⁷⁷ Cette mesure préventive, utilisée dans les pays de *common law*, permet à un juge de prononcer une injonction de se désister d'une instance devant un juge étranger.

¹⁷⁷⁸ La Cour de cassation a toutefois admis en 2009 la validité d'une *anti suit injunction* prononcée aux Etats-Unis (Cass. 1^{re} civ. 14 oct. 2009, n° 08-16369, Wolberg c/ Société In Zone Brands INC, JurisData n° 2009-049867 : RLDC, 2010/71, note G. Cuniberti ; D., 2010, p. 177, note S. Bollée, p. 1585, obs. P. Courbe et F. Jault-Seseke, et p. 2323, obs. L. d'Avout ; D., 2009, act. jurispr., p. 2556, obs. X. Delpech ; Rev. crit. DIP, 2010, p. 158, note H. Muir Watt ; RTD civ., 2010, p. 372, obs. Ph. Théry ; RTD com., 2010, p. 459, obs. Ph. Delebecque ; Gaz. Pal. 28 nov. 2009, p. 34, note M.-L. Niboyet ; JDI, 2010, comm. 3, S. Clavel ; RDC, 2010, p. 721, obs. E. Treppoz).

français sa frilosité, voire d'avoir abandonné au juge américain le contrôle du respect de la souveraineté française¹⁷⁷⁹.

Il est vrai que la cour écarte assez sèchement l'abus de *forum shopping* alors que l'existence de celui-ci pouvait prêter à bien davantage de discussions...Notamment, au titre de la certification, l'article 23 des *Federal Rules of Civil Procedure* exige, entre autres, que l'exécution à l'étranger du jugement à intervenir soit plus probable que sa non-exécution, au titre du test dit de « *probabilité* ». Plus précisément, l'article 23(b)(3) requiert, outre les quatre conditions posées à l'article 23(a), deux autres conditions cumulatives : les questions de droit ou de fait communes aux membres de la classe doivent prédominer sur les questions individuelles, et l'action collective doit être supérieure à toutes les autres méthodes disponibles pour résoudre justement et efficacement le litige. C'est, au titre de ce dernier test dit de « *supériorité* », que les juges américains sont amenés à s'interroger sur la reconnaissance éventuelle du jugement futur à l'étranger et, par voie de conséquence, à inclure ou à exclure de la classe les investisseurs de certains Etats¹⁷⁸⁰. En pratique, les juges américains se livrent au test de probabilité, en vertu duquel l'exécution du jugement à l'étranger doit être plus probable que sa non-exécution, pour admettre la certification de la classe et l'admission ou pas des investisseurs en fonction de l'Etat auquel ils se rattachent. C'est donc dès le stade de la certification que la question de l'abus de *forum shopping* se pose.

Or, il ressort nettement de la jurisprudence *Cornelissen* que cette exécution en France est, au contraire, fort improbable, aussi bien au regard de la première condition de la compétence indirecte du juge étranger¹⁷⁸¹, que de la deuxième relative à la conformité à l'ordre public

¹⁷⁷⁹ V., notamment, J.-F. Dubos et F. Crépin, *Affaire Vivendi – Quand le juge américain s'érige en défenseur de la souveraineté judiciaire française*, JCP G, 5 sept. 2011, n° 36, doct. 944. Précisons toutefois que ces auteurs sont respectivement le secrétaire général et le directeur juridique du groupe Vivendi.

¹⁷⁸⁰ V. B. Fages et Ch. Perchet, art. préc., n° 17. V. *Federal Rules of Civil Procedure*, art. 23(b)(3) : « *the court finds that the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members, and that a class action is superior to other available methods for fairly and efficiently adjudicating the controversy* ».

¹⁷⁸¹ En application de la jurisprudence *Simitch* (Cass. 1^{re} civ. 6 févr. 1985, *Simitch* : Rev. crit. DIP, 1985, p. 369, et chron. Franceskakis, p. 243 ; JDI, 1985, p. 460, note A. Huet ; D., 1985, Jurispr., p. 469, note J. Massip, et IR, p. 497, obs. B. Audit ; Grands arrêts DIP, n° 70), le juge étranger ne peut être tenu pour compétent que si le litige se rattache d'une manière caractérisée au pays du juge saisi et si le choix du tribunal n'a pas été frauduleux. La jurisprudence *Prieur* exige, pour sa part, un « *lien caractéristique* » avec le pays du juge saisi (Cass. 1^{re} civ. 23 mai 2006, *Prieur* : JDI, 2006, p. 1377, note C. Challas ; JCP, 2006, II, 10134, note P. Callé ; AJ fam. 2006, p. 324, obs. Boiché ; Rev. crit. DIP, 2006, p. 870, note H. Gaudemet-Tallon ; Grands arrêts DIP, n° 87). En l'occurrence, le litige se rattachait naturellement à la France et non aux Etats-Unis. V. D. Cohen, art. préc., spéc. n° 39.

international de fond¹⁷⁸². En outre, la société Vivendi comptant de nombreux actifs à l'étranger, les actionnaires français auraient pu se passer de toute demande d'exécution en France, de sorte que l'on ne peut soutenir que le juge de l'*exequatur* puisse toujours s'ériger en protecteur *a posteriori* de la souveraineté française¹⁷⁸³. Enfin, l'autorité de la chose jugée (« *preclusive effect* ») qui s'attache à la décision américaine, interdisant à tout actionnaire d'agir par ailleurs pour des faits similaires, peut s'avérer particulièrement gênante. En effet, si la société est condamnée aux Etats-Unis mais que le juge français refuse de reconnaître la décision, la société se trouve possiblement exposée à une nouvelle action en responsabilité civile en France ; si la société n'est pas condamnée aux Etats-Unis et que le juge français reconnaît l'effet de la décision, un actionnaire français se verrait privé de tout recours en France alors même qu'il ne serait pas intervenu aux Etats-Unis (en raison du mécanisme de l'*opt out*). On ne peut donc, de manière générale, que regretter la pusillanimité des décisions rendues dans l'affaire *Vivendi*, au regard de la protection de notre système juridique.

Malgré le « *message de passivité* » du juge français qu'elles véhiculent¹⁷⁸⁴, ces décisions ont eu, en tout état de cause, le mérite de mettre en lumière la nécessité du droit français de se protéger davantage, et ce d'autant que le droit positif américain pourrait être amené à évoluer¹⁷⁸⁵ et que d'autres pays européens, tels les Pays-Bas¹⁷⁸⁶, semblent vouloir désormais occuper la place laissée libre par les Etats-Unis.

¹⁷⁸² Même si la question reste discutée, le mécanisme de l'*opt out* semble inconstitutionnel car contraire à la liberté fondamentale de conduire personnellement son action en justice. Le Conseil constitutionnel exige en effet que tout individu associé à une demande collective en justice « ait été mis à même de donner son assentiment en pleine connaissance de cause et qu'il puisse conserver la liberté de conduire personnellement la défense de ses intérêts et de mettre un terme à cette action » (Cons. const., Décision n° 89-257 DC du 25 juillet 1989, Loi modifiant le code du travail et relative à la prévention du licenciement économique et au droit à la conversion, Recueil p. 59, JORF 28 juill. 1989, p. 9503). V. D. Cohen, art. préc., spéc. n° 40 et 41 ; S. Lemaire, *Aspects internationaux de la responsabilité des organes de contrôle des sociétés : la tentation de la class action*, in dossier *La responsabilité des organes et des autorités de contrôle des sociétés*, Journ. stés, sept. 2011, n° 90, p. 11, spéc. p. 24. Dans l'affaire *Vivendi*, le juge Holwell a écarté cet argument au motif notamment que le droit français n'exigeait pas expressément une notification individuelle. V. notamment, pour une discussion sur la compatibilité de l'action collective avec l'ordre public international français, J. Lemontey et N. Michon, *Les class actions américaines et leur éventuelle reconnaissance en France*, JDI, 2009, p. 535, spéc. n° 77 à 79 ; M.-L. Niboyet, *Action de groupe et droit international privé*, Rev. Lamy dr. civ., 2006, p. 78 ; Ch. Séraglioni, *Les actions collectives en droit international privé, intervention aux travaux du CFDIP*, 20 nov. 2009.

¹⁷⁸³ D. Cohen, art. préc., spéc. n° 42.

¹⁷⁸⁴ V. notamment L. d'Avout et S. Bollée, art. préc., spéc. p. 2324. Adde L. d'Avout et H. Pisani, *La France laissera-t-elle son contentieux d'affaires partir à l'étranger ?*, Les Echos des 20/21 novembre 2009, p. 27.

¹⁷⁸⁵ En outre, la jurisprudence *Morrison*, comme elle l'indique expressément, ne s'applique pas aux *ADR*, qui sont assimilés, par le droit boursier américain, à des titres financiers cotés aux Etats-Unis et satisfaisant donc au *transactional test*.

¹⁷⁸⁶ Les Pays-Bas se sont en effet dotés en 2005 d'une procédure d'action collective originale : elle nécessite d'abord la conclusion d'une transaction entre, d'une part, une ou plusieurs fondations de droit néerlandais représentant les intérêts des victimes et, d'autre part, les sociétés poursuivies ; puis l'homologation par la cour

2 - Les modalités de la réaction

663 - **La diversité des propositions doctrinales.** Plusieurs propositions ont été formulées en doctrine. Comme le font observer MM. Bertrand Fages et Christophe Perchet, il est temps que le droit français envoie « *un signal fort de non-reconnaissance en France des jugements ou transactions issus de class actions menées contre des sociétés cotées françaises* », ce qui aurait permis, par exemple dans l'affaire *Vivendi*, la non-inclusion des actionnaires français dans le cadre du *class certification order* rendu par le juge américain, comme il en a été pour les actionnaires allemands, en raison de la plus grande probabilité que les tribunaux allemands ne reconnaissent pas ultérieurement le jugement, faute de notification individuelle de l'introduction de l'action¹⁷⁸⁷. Ils relèvent, par ailleurs, qu'en droit allemand, parallèlement à l'adoption de la « *loi sur les procédures modèles dans les litiges de droit financier* » (*KapMuG*¹⁷⁸⁸), le législateur a modifié le Code de procédure civile (ZPO) pour y introduire un article 32b, prévoyant que pour les actions en responsabilité pour information financière défectueuse, qu'il s'agisse d'une diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou d'une omission, le tribunal exclusivement compétent est celui du lieu du siège social de l'émetteur,

d'appel d'Amsterdam, qui a pour effet de rendre la transaction exécutoire à l'égard de toutes les personnes dans la situation visée, à moins qu'elles ne manifestent expressément leur refus d'être liées par ladite transaction, selon le système de l'*opt out*. V., notamment, D.W. Hawes, *In search of a middle ground between the perceived excesses of US-style class actions and the generally ineffective collective action procedures in Europe*, in *Perspectives in Company Law and Financial Regulation, Essays in honour of Eddy Wymeersch*, Cambridge University Press, 2009, p. 200. Le juge néerlandais se montre à cet égard particulièrement accueillant à l'égard des actionnaires étrangers, comme dans la décision *Shell Petroleum* du 29 mai 2009, où il a jugé recevables toutes les demandes des actionnaires étrangers exclus des actions collectives aux Etats-Unis, ou dans l'affaire *Dexia*. Ces deux affaires ont concerné, respectivement, 500 000 personnes pour un montant de 352 millions de dollars, et 300 000 personnes pour un montant de 1, 370 milliards de dollars (v. V. Magnier, *Gaz. Pal.*, 16 mai 2013, n° 136, p. 21, estimant que les Pays-Bas pourraient devenir prochainement le « *centre névralgique* » du procès boursier en Europe). Il en a été de même dans une décision *ZFS-Converium* de la Cour d'appel d'Amsterdam du 12 novembre 2010, où elle s'est reconnue une large compétence en vertu du règlement Bruxelles I. Pour une appréciation critique, v. L. Perreau Saussine, *Quelle place pour les class actions dans le règlement Bruxelles I ?*, *JCP G*, 16 mai 2011, n° 20, 602, faisant observer notamment que, d'une part, il n'y a pas véritablement de « *défendeur* » dans cette procédure alors que l'essentiel des règles de compétence juridictionnelle directe du règlement Bruxelles I repose sur la présence du domicile du défendeur dans l'Union européenne, et que, d'autre part, la procédure relève de la matière gracieuse, à laquelle l'applicabilité du chapitre II sur la compétence internationale est discutable.

¹⁷⁸⁷ V. B. Fages et Ch. Perchet, art. préc., n° 17. On notera toutefois que par une décision du 13 mars 2014, le Conseil constitutionnel a validé la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014, introduisant l'action de groupe en droit français (cf. *infra*), en relevant qu'aucun consommateur ne pouvait être attiré à l'action sans y avoir consenti et que le professionnel peut faire valoir tous les moyens utiles à sa défense ; il en a conclu que l'action de groupe n'était contraire à aucune exigence constitutionnelle et, notamment, ni à la liberté personnelle, ni au droit à une procédure juste et équitable. V. S. Piedelièvre, *La loi du 17 mars 2014 et l'action de groupe*, *Gaz. Pal.*, 29 mars 2014, n° 88, p. 11. Cette décision pourrait ainsi constituer un signal pour le juge américain que seule la procédure d'*opt in* est compatible avec la vision « *personnaliste* » de l'action en justice en droit français.

¹⁷⁸⁸ Cf. *supra*. On rappelle qu'en vertu de cette procédure modèle, le jugement rendu ne lie pas les autres demandeurs éventuels.

sauf si celui-ci se situe à l'étranger. Ils y voient « *une sorte de "lex anti-Americana" de nature à protéger les sociétés cotées allemandes et à manifester une opposition ferme et internationalement lisible à leur éventuelle inclusion dans des class actions américaines* »¹⁷⁸⁹.

Le législateur français pourrait opter pour une solution de ce type qui devrait avoir le mérite d'éviter que des émetteurs, et donc, des investisseurs français participent à des actions collectives étrangères, américaine ou européenne¹⁷⁹⁰. M. Daniel Cohen préconise, pour sa part, de mettre en place une sorte de procédure d'*anti-suit injunction* à la française qui permettrait au juge français de faire injonction sous astreinte aux demandeurs de ne pas poursuivre ou de cesser une action abusivement exercée devant le juge étranger, ce qui constituerait en outre un message clair à l'adresse du juge américain qu'il n'a pas à inclure des investisseurs français dans une action collective¹⁷⁹¹.

Quant à M. Emmanuel Gaillard, il met en évidence que, si les émetteurs choisissent généralement une ou plusieurs places de cotation, en revanche leurs titres peuvent être acquis par des investisseurs du monde entier¹⁷⁹² et l'information financière délivrée a une portée mondiale ; un droit retenant comme élément de rattachement l'effet actuel ou potentiel sur son marché de l'information, serait donc théoriquement applicable à toute information, quel que soit son lieu d'émission. Il en conclut que la situation, particulièrement propice au *forum shopping*, nécessite l'instauration d'une organisation internationale de la compétence des juridictions et de la loi applicable relativement aux aspects civils de la matière ; il propose, dans un premier temps, d'harmoniser la loi applicable par une convention internationale à vocation universelle qui pourrait être élaborée dans le cadre de la Conférence de La Haye de

¹⁷⁸⁹ V. B. Fages et Ch. Perchet, art. préc., n° 18.

¹⁷⁹⁰ Les sociétés françaises elles-mêmes peuvent se prémunir contre la participation de leurs actionnaires à des actions collectives étrangères par l'insertion d'une clause attributive de juridiction ou une clause d'arbitrage dans les statuts, auxquelles le droit français réserve un accueil assez favorable (v. D. Cohen, art. préc., n° 27 et s.). *Adde*, pour une étude détaillée de cette question, S. Lambert, *Clauses attributives de juridiction statutaires : une arme efficace contre les foreign cubed class actions ?*, Bull. Joly Bourse, 2010, p. 264, spéc. n° 14, soulignant en outre que « *le juge français n'accorde jamais l'exequatur à un jugement rendu en violation d'une clause exclusive désignant le forum d'un autre pays* ». Cette solution est toutefois relativement lourde à mettre en œuvre puisqu'elle nécessite un vote en assemblée générale extraordinaire pour les sociétés déjà constituées.

¹⁷⁹¹ D. Cohen, art. préc., n° 43. V. également, sur cette question, les réflexions très approfondies et l'appréciation plus nuancée de M. Audit et M.-L. Niboyet, art. préc., n° 36 et s. *Adde* M.-L. Niboyet, *La globalisation du procès civil international dans l'espace judiciaire européen et mondial*, JDI, 2006, p. 937, spéc. p. 938, n° 2.

¹⁷⁹² En outre, un marché secondaire organisé d'ADR peut être mis en place aux Etats-Unis sans le consentement de la société émettrice. V. notamment L. Faugérolas et E. Boursican, *Les programmes d'ADR non « sponsorisés » par un émetteur français*, Bull. Joly Bourse, 2009, n° 5, p. 399 ; sur la distinction des différents types d'ADR, v. B. Garrigues, *L'accès au prétoire américain des porteurs de titres émis par une société étrangère*, Bull. Joly Bourse, 2010, n° 4, p. 296.

droit international privé¹⁷⁹³. Enfin, à défaut de convention, un renforcement du dialogue international des juges, à travers des processus alternatifs de coopération internationale entre juridictions étatiques, est généralement préconisé¹⁷⁹⁴.

664 - **Synthèse.** Compte tenu de l'approche restrictive que nous avons adoptée en matière de responsabilité civile sur le marché secondaire, l'élargissement de l'action de groupe à l'information publique défectueuse et aux abus de marché en droit français ne nous paraît pas nécessaire. Dès lors, la véritable question est celle de la participation des investisseurs et émetteurs français aux actions collectives étrangères, qui pourrait, en quelque sorte, introduire dans notre système juridique, les vices attachés à une large mise en œuvre de la responsabilité civile pour information défectueuse sur le marché secondaire, que nous avons précisément cherché à éviter.

Le juge américain, principalement concerné, accueille, depuis la jurisprudence *Morrison* de la Cour suprême, beaucoup moins favorablement les actions collectives présentant des éléments d'extranéité. Il estime en effet que l'application extraterritoriale du droit boursier américain doit être limitée, et que celui-ci ne peut donc pas s'appliquer à ces actions. Cette jurisprudence, ne traitant que de la loi applicable et non de la compétence juridictionnelle, ne pourra empêcher les investisseurs étrangers de participer à des actions collectives aux Etats-Unis et de bénéficier des avantages de la procédure américaine, mais obligera, d'un point de vue substantiel, à l'application de la loi nationale de ces investisseurs, ce qui les privera du bénéfice, particulièrement recherché, de l'application de la théorie de la fraude sur le marché. Le législateur américain a d'ailleurs décidé, après une étude commandée auprès de la SEC, de ne rien faire pour contrarier cette position prétorienne restrictive. C'est heureux, car ces actions menées devant le juge américain alors qu'elles présentaient de forts éléments d'extranéité, constituaient de véritables abus de *forum shopping*.

¹⁷⁹³ V., pour plus de détails, E. Gaillard, Bull. Joly Bourse, 2010, note sous *Morrison v. National Australia Bank*, p. 308, spéc. p. 314. *Adde*, du même auteur, *After Morrison: The Case for a New Hague Convention on the law applicable to securities Frauds, Dispute Resolution International*, 2011, vol. 5/1.

¹⁷⁹⁴ V. S. Clavel, *Faut-il avoir peur du juge américain ?*, 2011, disponible sur le site *conventions-s.fr*. Cet auteur cite notamment C. Kessedjian, *Le droit entre concurrence et coopération*, in *Vers de nouveaux équilibres entre ordres juridiques : mélanges en l'honneur de Hélène Gaudemet-Tallon*, Dalloz, 2008, p. 119, observant que ces mécanismes, déjà efficacement à l'œuvre en matière familiale (par exemple, pour les enlèvements d'enfants), devraient pouvoir être étendus au droit des affaires. *Adde* S. Clavel, *Les mutations de l'office du juge à l'aune du développement des règles de droit international privé supranationales*, in E. Pataut, S. Bollée, L. Cadiet, E. Jeulant (dir.), *Les nouvelles formes de coordination des justices étatiques*, IRJS éd., 2013, p. 57.

Toutefois, il faut également, afin d'écartier ces risques d'abus, que le droit français, se protège davantage et affirme sa souveraineté, ce qu'il n'a pas fait jusqu'à présent, et ce d'autant que, dans un contexte de concurrence normative, d'autres Etats se tiennent prêts à accueillir les investisseurs étrangers au sein d'actions collectives pour information publique défectueuse sur le marché secondaire. Le droit français dispose à cet égard de plusieurs moyens qui pourraient s'avérer efficaces, et empêcher ainsi que ne reviennent par la fenêtre les vices attachés aux actions collectives pour information financière défectueuse sur le marché secondaire, que nous avons chassés par la porte.

L'autre aspect processuel important qu'il nous convient de traiter est celui du rôle qui pourrait éventuellement être confié à d'autres autorités que le juge civil.

Section II - Le rôle d'autorités autres que le juge civil

- 665 - **Le rôle d'autorités autres que le juge civil.** Doit être évoqué également le rôle qui pourrait être dévolu à d'autres autorités que le juge civil pour faciliter l'indemnisation : notamment, celui de l'autorité de régulation (**Paragraphe 1**) et celui d'une juridiction spécialisée (**Paragraphe 2**).

Paragraphe 1 - Le rôle de l'autorité de régulation

- 666 - **Considérations liminaires : pour une coopération renforcée avec l'autorité judiciaire.** L'attribution d'un rôle à l'autorité de régulation dans l'indemnisation des préjudices subis par les investisseurs est une question récurrente, qui revient régulièrement dans le débat¹⁷⁹⁵. Certains s'y opposent fermement en arguant, non sans une certaine justesse, de la confusion des genres entre régulation du marché et indemnisation. D'autres estiment, au contraire, qu'on aurait tort de se priver des moyens et de l'expertise de l'AMF, et invoquent notamment l'exemple de la *SEC*¹⁷⁹⁶ et de la *FCA*, qui disposent de pouvoirs plus importants en la matière.

¹⁷⁹⁵ V., notamment en doctrine, actes du colloque LexisNexis du 26 juin 2012, *L'influence des autorités administratives sur la réparation des préjudices*, RDBF, juill. 2012, n° 4.

¹⁷⁹⁶ Si la *SEC* n'a été à l'origine dotée d'aucun pouvoir d'indemnisation, le législateur lui a progressivement accordé la faculté de redistribuer aux investisseurs lésés les sommes provenant des sanctions infligées. La section 308 de la loi Sarbanes-Oxley a notamment institué la pratique des *Fair Funds* (*Fair* pour *Federal Account for Investor Restitution*), fonds dont l'objet consiste précisément en cette redistribution. V., notamment, N. Spitz, *op. cit.*, n° 590 et s. V., aux Etats-Unis, B. Black, *Should the SEC Be a Collection Agency for*

Historiquement, il est vrai que l'autorité administrative a été créée pour assurer la protection de l'épargne, davantage que celle des épargnants, et le bon fonctionnement du marché, c'est-à-dire pour exercer une fonction de régulation du marché et non d'indemnisation des investisseurs. La réparation n'est donc pas une finalité de l'AMF, ni des autres autorités de régulation d'ailleurs, celle-ci ressortissant du seul pouvoir du juge¹⁷⁹⁷.

Pour notre part, il nous semble qu'il n'est guère souhaitable d'attribuer un pouvoir autonome d'indemnisation à l'autorité de régulation, tout du moins en matière d'information publique défectueuse sur le marché, et plus généralement, d'abus de marché. En effet, un tel pouvoir ne présenterait que peu d'utilité au regard de la conception restrictive que nous préconisons, pour laquelle le juge civil est parfaitement en mesure d'assurer sa mission. Rien ne justifie ainsi de bouleverser notre tradition judiciaire qui fait du juge civil le juge naturel de l'indemnisation¹⁷⁹⁸. Enfin, l'on pourrait s'interroger sur le bien-fondé d'une telle concentration de pouvoirs entre les mains d'une seule autorité : réglementation, surveillance, enquête, sanction et maintenant réparation¹⁷⁹⁹... Il ne semble d'ailleurs pas plus nécessaire, comme cela a pu être proposé¹⁸⁰⁰, d'attribuer l'autorité de la chose jugée à une décision de

Defrauded Investors?, 63 *Bus. Law.* 317 (2008) ; V. Winship, *Fair Funds and the SEC's Compensation of Injured Investors*, 60 *Fla. L. Rev.* 1103 (2008).

¹⁷⁹⁷ On notera toutefois que l'AMF exerce, depuis longtemps, en son sein un pouvoir de médiation, qui a pour objet l'indemnisation des préjudices subis par les investisseurs et a été récemment renforcé à l'occasion de la création de la Direction des épargnants. Ayant pour origine une démarche volontaire et confidentielle des deux parties, ce mode alternatif de règlement de litige, en ce qu'il n'est pas contraignant, ne donne pas lieu à publicité, peut se fonder sur le droit mais aussi sur l'équité et permet un traitement rapide du litige, est apprécié des professionnels et semble donner de bons résultats, y compris désormais dans des litiges impliquant de multiples investisseurs (v. M. Cohen-Branche, *Le médiateur de l'AMF pratiquerait-il déjà l'action de groupe ?*, Bull. Joly Bourse, janv. 2013, n° 1, p. 1). V., de manière générale, M. Cohen-Branche, *L'action du médiateur de l'AMF : son rôle, les évolutions*, in *L'influence des autorités administratives sur la réparation des préjudices*, préc., dossier 29. Le caractère non contraignant de la procédure ne peut toutefois pas en faire une alternative qui viendrait, de manière générale, se substituer à l'action en responsabilité civile. On notera également que l'article L. 621-16-1 du Code monétaire et financier reconnaît à l'AMF la faculté d'exercer les droits de la partie civile en matière de délit d'initié ou de manipulation de cours (à condition de renoncer alors à son pouvoir de sanction pour les mêmes faits). Elle n'utilise pas en pratique cette faculté.

¹⁷⁹⁸ V. Th. Bonneau, en conclusion du colloque *L'influence des autorités administratives sur la réparation des préjudices*, préc., dossier 36 : « donnons au juge les moyens d'agir au lieu d'en favoriser le contournement, d'altérer l'équilibre des processus de traitement des litiges ou de favoriser une certaine forme de justice privée. Car, ce qui est en cause finalement, c'est tout simplement la démocratie ».

¹⁷⁹⁹ V. notamment H. de Vauplane, *Projet de mise en place d'un pouvoir transactionnel de l'AMF*, Revue Banque, n° 668, avr. 2005, p. 86, spéc. p. 88.

¹⁸⁰⁰ V. N. Spitz, *op. cit.*, n° 586 ; N. Mathey, *L'intervention des autorités de régulation du secteur bancaire et financier dans la réparation civile du préjudice*, in *L'influence des autorités administratives sur la réparation des préjudices*, préc., dossier 33 ; A. Sotiropoulou, *op. cit.*, n° 571, estimant que, pour faciliter l'établissement de la faute, les décisions définitives des autorités de régulation qui constatent un manquement aux obligations d'information à la charge des émetteurs pourraient être considérées comme une preuve irréfutable de l'infraction en question dans le cadre des actions en dommages-intérêts ultérieurement engagées, ce qui permettrait d'accroître l'efficacité de ces actions en allégeant la charge de la preuve de la faute pour le requérant, tout en répondant dans le même temps au souci d'économie de procédure.

sanction de la Commission des sanctions de l'AMF, qui viendrait lier le juge civil ; celui-ci doit rester libre dans l'appréciation de la faute civile, et il ne fait aucun doute qu'il s'appuiera généralement sur les résultats de la procédure administrative.

Il nous paraît indéniable, en revanche, qu'une coopération renforcée entre l'autorité judiciaire et l'autorité administrative peut améliorer la qualité de la justice, et qu'il serait regrettable de s'en priver. Des mesures ont déjà été prises ou préconisées en ce sens. En effet, dans la ligne du plan stratégique de l'AMF du 29 juin 2009, le groupe de travail présidé par M. Jacques Delmas-Marsalet et Mme Martine Ract-Madoux a émis, le 25 janvier 2011, un rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs (dit « *rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux* »)¹⁸⁰¹. Après avoir rappelé que l'AMF ne dispose d'aucune compétence en matière d'indemnisation proprement dite¹⁸⁰², le rapport a toutefois préconisé diverses mesures en vue de faciliter celle-ci, qui « *n'est qu'une déclinaison lointaine, mais directe de l'objectif de protection des épargnants* »¹⁸⁰³. Ces mesures s'organisent autour de trois piliers¹⁸⁰⁴ : premièrement, privilégier le règlement amiable des litiges en développant notamment la médiation par l'AMF ; deuxièmement, prendre en compte l'objectif d'indemnisation des victimes dans les procédures internes à l'AMF, consistant notamment à tenir compte des mesures d'indemnisation prises par l'auteur du manquement dans le prononcé ou le montant de la sanction¹⁸⁰⁵ ou dans la mesure de composition administrative¹⁸⁰⁶

¹⁸⁰¹ V. notamment, sur ce rapport, M. Storck, *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs*, RDBF, 2011, comm. 71 ; entretien avec Jacques Delmas-Marsalet, *Protection de l'investisseur : vers une meilleure réparation du préjudice financier*, Bull. Joly Bourse, mars 2013, n° 3, p. 155. V., sur la synthèse de la consultation publique sur le rapport du groupe de travail sur l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, 16 mai 2011, P.-H. Conac, *Rev. sociétés*, 2011, p. 451 ; A.-C. Rouaud, *RTDF*, 2011/3, p. 96.

¹⁸⁰² Rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux, p. 18 : « *à l'instar de toutes les autorités de régulation, l'AMF ne dispose d'aucune compétence pour intervenir dans la réparation des préjudices nés des manquements qu'elle aurait constatés. Elle n'est juge ni de la réalité de ces préjudices, ni de leur étendue, ni des moyens propres à les réparer, les tribunaux ayant en ce domaine une compétence exclusive* ».

¹⁸⁰³ *Ibid.*

¹⁸⁰⁴ Les membres du rapport ne sont, en revanche, pas parvenus à s'entendre sur l'opportunité d'une action de groupe, mais ont proposé des pistes de réflexion en la matière (p. 28 et s.). Le groupe de travail a notamment estimé que l'action de groupe était potentiellement applicable au domaine financier et boursier, c'est-à-dire aux « *manquements boursiers* » (comprenant les manipulations de cours et les manquements à des obligations d'information financière par les sociétés cotées, à l'exception des opérations d'initié) et aux manquements des établissements financiers ou des prestataires de services d'investissement à leurs obligations professionnelles.

¹⁸⁰⁵ Le groupe de travail a estimé en effet que le critère de gravité des manquements commis lui permettait de prendre en compte l'ampleur des préjudices causés aux investisseurs et les mesures prises pour le réparer. Pour une appréciation critique, v. N. Mathey, art. préc., qui reconnaît que l'ampleur du préjudice participe de la gravité du manquement mais estime en revanche que « *l'éventuelle réparation du préjudice n'intervient que bien plus tard et ne vient pas tempérer la gravité du manquement* » ; au-delà, il remet en cause la légitimité même de cette évolution au regard des pouvoirs octroyés à l'autorité de régulation. L'AMF s'est toutefois prononcée dans le même sens dans son rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel, groupe de travail

; et enfin, organiser la contribution de l'AMF dans l'indemnisation judiciaire des victimes, d'une part en permettant à l'AMF de transmettre au juge civil des pièces utiles à l'appréciation de la responsabilité des personnes mises en cause et, d'autre part en participant à l'évaluation des préjudices indemnifiables¹⁸⁰⁷. Ce sont ces deux dernières mesures qui nous intéressent ici, qu'il s'agisse de la transmission des pièces (A), ou de la mise à disposition de son expertise par l'AMF (B).

présidé par Mme Claude Noquet, publié le 3 octobre 2013, qui préconise une réécriture de l'article L. 621-15, III du Code monétaire et financier pour y ajouter une disposition précisant, de façon détaillée et non limitative, les critères de détermination de la sanction. Ce nouveau groupe de travail a en effet rappelé que s'« *il n'appartient pas à la Commission des sanctions d'évaluer ce préjudice, rôle réservé aux juridictions civiles* », l'existence et l'ampleur des préjudices causés aux épargnants devaient être prises en compte au titre de la gravité du manquement, et a accepté de faire figurer expressément, dans le texte proposé, le critère tenant à la réparation du préjudice (*ibid.*, p. 19, 23 et 24).

¹⁸⁰⁶ A la suite de nombreux débats et projets, un pouvoir de transaction a été accordé par le législateur à l'AMF, par la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière, sous la forme d'une procédure de « *composition administrative* », au sein du nouvel article L. 621-14-1 du Code monétaire et financier. Le but est d'améliorer la rapidité et l'efficacité du traitement des affaires, sur le modèle américain. Ont été notamment âprement discutées la question de la reconnaissance de la culpabilité ou des faits commis, la publicité de la transaction, la possibilité de soumettre l'auteur à une mesure d'indemnisation dans le cadre de la transaction, et l'extension de la procédure aux abus de marché et l'articulation, dans ce cas, avec la procédure pénale – la transaction devait-elle alors emporter l'extinction de la poursuite pénale ? - V., notamment, N. Spitz, *op. cit.*, n° 550 ; Th. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, n° 300-1 ; Ch. Arsouze, *Procédures boursières : sanctions et contentieux des sanctions*, préf. P. Le Cannu, Joly éd. Lextenso éd., coll. Pratique des affaires, 2009, n° 266 à 268. Le champ d'application de la composition administrative, finalement adoptée, ne comprend pas les abus de marché, et n'exige pas de reconnaissance de culpabilité. L'accord est soumis au collège et si celui-ci le valide, la commission des sanctions peut décider de l'homologuer ; il est alors rendu public. Sur la procédure de transaction aux Etats-Unis, v. P.-H. Conac, *Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC)*, Bull. Joly Bourse, févr. 2005, n° 2, p. 99. Cet auteur explique que la transaction (*settlement*) est le mode habituel de règlement des litiges aux Etats-Unis, que ce soit en matière pénale, civile, administrative ou pénale. En pratique, les transactions conclues par la SEC (*consent decree* ou *consent order*) lui confèrent beaucoup de pouvoir, et ce d'autant qu'elle n'est dotée que d'une compétence relativement faible en matière de sanction. Celle-ci relève en effet en grande partie des tribunaux fédéraux auxquels la SEC doit demander d'agir, en leur transmettant la conclusion de ses enquêtes. La transaction ne comporte pas de reconnaissance de culpabilité, contrairement à la procédure de plaider coupable (*plea bargaining*) en matière pénale, si bien que l'auteur peut combattre les faits ayant fait l'objet d'une transaction dans le cadre d'un procès civil.

¹⁸⁰⁷ Dénonçant « *une prise de contrôle rampante* » de l'AMF sur le contentieux civil, v. D. Bompont, *L'influence des décisions de sanction de l'AMF sur la réparation civile du préjudice*, in *L'influence des autorités administratives sur la réparation des préjudices*, préc., dossier 34. V., en revanche, A.-C. Muller, *Le rôle des autorités européennes dans la réparation des dommages*, in *L'influence des autorités administratives sur la réparation des préjudices*, préc., dossier 35, en faveur d'une complémentarité entre *private enforcement* et *public enforcement*, la coopération de l'autorité de marché et du juge apparaissant indispensable ; F. Martin-Laprade, *La politique de sanction du régulateur : répression ou réparation ?*, Bull. Joly Bourse, déc. 2009, n° spécial, p. 439, se demandant si le régulateur ne devrait pas se concentrer sur le contrôle de la qualité de l'information financière et de l'indemnisation des investisseurs (notamment par le développement d'une procédure transactionnelle), plutôt que de vouloir rivaliser avec le juge pénal sur le terrain de la sanction. V. également, en matière de pratiques anticoncurrentielles, D. Fasquelle, *La réparation des dommages causés par les pratiques anticoncurrentielles*, RTD com., 1998, p. 763, en faveur d'une plus grande prise en compte par le juge de la fonction normative de la responsabilité civile.

A - La transmission de pièces

667 - **La transmission de pièces par l'AMF au juge civil.** A la suite, notamment, du rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux (1), le législateur est intervenu pour permettre la transmission de pièces par l'AMF au juge civil (2).

1 - Rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux

668 - **Préconisation du rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux.** Le rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux de 2011 avait préconisé, afin d'alléger le fardeau probatoire des investisseurs, de « *permettre à l'AMF de transmettre au juge civil des pièces utiles à l'appréciation de la responsabilité des personnes mises en cause* »¹⁸⁰⁸, c'est-à-dire la communication des pièces et rapports issus de ces investigations. Elle précisait en effet qu'en l'état du droit, cette communication dans le cadre d'une instance civile était impossible, puisqu'elle se heurtait au secret professionnel auquel sont soumis l'AMF et ses agents en application des dispositions du Code monétaire et financier, et qui ne pouvait être levé qu'au profit du procureur de la République ou de l'autorité judiciaire agissant soit dans le cadre d'une instance pénale, soit dans d'une procédure de liquidation judiciaire ouverte à l'égard d'un professionnel régulé¹⁸⁰⁹. S'agissant des modalités de cette communication, le rapport a précisé premièrement que « *l'AMF communiquerait les pièces et documents en sa possession, non directement aux parties, mais à la demande du juge si l'une des parties lui en fait la demande* » ; deuxièmement, qu'elle aurait lieu soit après une décision de la commission des sanctions devenue définitive, en cas de notification de grief, soit après l'avis de clôture de l'enquête ou du contrôle, en cas d'absence de notification de griefs ; troisièmement, que devraient être écartées de cette communication les informations relevant du secret des affaires ou de la vie privée des mis en cause, ce « *tri* » pouvant être effectué soit par l'AMF, soit par le juge lui-même¹⁸¹⁰.

¹⁸⁰⁸ Rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux, p. 25.

¹⁸⁰⁹ C. mon. fin., art. L. 621-4, II.

¹⁸¹⁰ *Ibid.*, p. 26.

2 - Adoption d'une disposition législative

669 - **Adoption d'une disposition législative : article L. 621-12 du Code monétaire et financier.**

Le législateur a finalement suivi les recommandations du groupe de travail de l'AMF sur ce point. L'article L. 621-12-1 du Code monétaire et financier, introduit par la loi Hamon n° 2104-344 du 17 mars 2014, prévoit en effet désormais que « *l'Autorité des marchés financiers peut transmettre à la juridiction saisie d'une action en réparation d'un préjudice qui en fait la demande les procès-verbaux et les rapports d'enquête ou de contrôle qu'elle détient dont la production est utile à la solution du litige* ». Si la communication ne peut être faite qu'auprès de la juridiction saisie et non directement des parties, rien n'est précisé au-delà s'agissant des modalités, de sorte que celle-ci devrait pouvoir avoir lieu à tout moment. Cette disposition doit être approuvée, car elle est de nature à faciliter l'établissement par les investisseurs de la preuve de la faute d'information et de l'influence intellectuelle exercée sur leur décision d'investissement, compte tenu des importants pouvoirs d'investigation et des capacités d'analyse de l'AMF. Elle pourrait permettre en outre une moindre instrumentalisation du juge pénal¹⁸¹¹.

B - L'expertise de l'AMF

670 - **L'expertise de l'AMF.** Le rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux a proposé d'apporter l'expertise de l'AMF en matière d'évaluation du préjudice (1). Au-delà, le recours à l'expertise de l'AMF serait utile pour établir la preuve de l'altération de la décision de l'investisseur (2).

1 - Rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux

671 - **Proposition du rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux.** Le rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux de 2011 a également proposé la contribution de l'AMF à l'évaluation des préjudices indemnisables. Le groupe de travail a estimé en effet que « *l'AMF pourrait utilement contribuer à l'évaluation des préjudices subis par les épargnants ou les*

¹⁸¹¹ L'on notera d'ailleurs que le rapport Coulon avait déjà préconisé la création d'un droit d'accès à l'enquête de l'AMF au profit des victimes souhaitant intenter une action devant la juridiction civile (p. 67).

investisseurs non pas pour en fixer elle-même le montant, mais simplement pour aider le juge et les experts judiciaires dans cette tâche bien souvent délicate »¹⁸¹². Cette contribution pourrait s'effectuer de deux façons : soit par l'établissement *ex ante* de termes de référence généraux pour l'évaluation des préjudices indemnifiables pour chaque type de manquement ; soit à travers le recours par le juge à l'assistance de l'AMF en tant que « *sachant* » ou « *expert* » pour apprécier les préjudices indemnifiables. Ce dernier recours pourrait s'effectuer en application de l'article L. 621-20 du Code monétaire et financier, qui prévoit que, « *pour l'application des dispositions entrant dans le champ de compétence de l'Autorité des marchés financiers, les juridictions civiles, pénales ou administratives peuvent appeler le président de celle-ci ou son représentant à déposer des conclusions et à les développer oralement à l'audience* »¹⁸¹³.

2 - Expertise de l'AMF dans la preuve de l'altération de la décision

672 - Recours à l'expertise de l'AMF pour établir l'altération de la décision d'un investisseur.

En fait, dans le cadre de la conception restrictive que nous avons préconisée, ce n'est pas tant l'évaluation du préjudice – égal à la perte – qui posera difficulté que la preuve de l'influence de l'information sur la décision d'investissement. En effet, comme on l'a dit, la plupart des investisseurs concernés seront des investisseurs institutionnels, se fondant de manière générale sur une analyse informationnelle et une politique d'investissement préalablement définie. L'AMF pourrait ainsi utilement apporter son expertise sur ce point et indiquer si les éléments de preuve fournis par ces investisseurs sont de nature à emporter la conviction, et ce d'autant qu'elle a largement développé, en matière d'opération d'initié, le recours à la méthode du faisceau d'indices pour déterminer si un investisseur a bien agi en considération d'une information privilégiée. L'AMF pourrait également apporter son expertise pour déterminer la période d'information défectueuse, ce qui peut s'avérer délicat¹⁸¹⁴. S'agissant de

¹⁸¹² Rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux, p. 26.

¹⁸¹³ En outre, l'article L. 466-1 du Code monétaire et financier prévoit que les autorités judiciaires, lorsqu'elles sont saisies de poursuites mettant en cause des sociétés cotées, peuvent demander l'avis de l'AMF à tout moment. Cet avis est obligatoire en matière de délit d'initié.

¹⁸¹⁴ Cela a été préconisé par le rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., proposition 9, p. 80 et 81.

l'expertise¹⁸¹⁵, on rappellera notamment que le Code de procédure civile prévoit en son article 232 que « *le juge peut commettre toute personne de son choix pour l'éclairer par des constatations, par une consultation ou par une expertise sur une question de fait qui requiert les lumières d'un technicien* », sans bien sûr qu'il soit tenu par ses conclusions et constatations¹⁸¹⁶.

Paragraphe 2 - L'instauration d'une juridiction spécialisée ?

673 - Instauration d'une juridiction spécialisée en matière financière. La proposition doctrinale de création d'un tribunal des marchés financiers. Plusieurs voix se sont déjà élevées en faveur de l'introduction d'une juridiction spécialisée en matière financière compte tenu de sa technicité¹⁸¹⁷, comme il en va d'ailleurs déjà en matière pénale et administrative¹⁸¹⁸. La dernière initiative en date est celle de M. Dominique Schmidt et de Mme Anne-Valérie Le Fur qui préconisent la création, en lieu et place de l'actuelle

¹⁸¹⁵ Plus généralement, sur l'expertise, v. *L'évaluation des préjudices économiques et financiers*, table ronde, Cahiers de droit de l'entreprise, 2014, n°1, p. 17 et s. V. également *Incertitude et expertise*, in *Le traitement juridique et judiciaire de l'incertitude*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2008, p. 65. V. en introduction : « *le statut de l'expertise pose à la justice des difficultés à la fois techniques, procédurales et politiques. Techniques en ce qu'elle doit convertir un langage scientifique en un autre, celui du droit. Procédurales, parce qu'il faut organiser la confrontation de deux discours qui ont une égale prétention à la vérité, et la faire trancher par un béotien dont la décision devra être tenue pour légitime. Politiques enfin, parce que derrière les controverses scientifiques se cachent des enjeux financiers parfois énormes, que l'on ne sait encore comment prendre en compte dans la justice. (...). L'expertise a, en outre, partie liée à un certain mode de production de la vérité, donc au pouvoir* ».

¹⁸¹⁶ Sur un plus grand contrôle du juge, v. notamment C. Canenbley, R. Saint Esteben et J. Riffault-Silk, *La réparation du préjudice économique né d'une pratique anticoncurrentielle*, in *Les limites de la réparation du préjudice*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2009, p. 293, spéc. p. 349. On rappellera que le « *rapport Magendie* » (*Célérité et qualité de la justice – la gestion du temps dans le procès*, présidé par Jean-Claude Magendie, La Documentation française, collection des rapports officiels, sept. 2004), a suggéré d'élaborer un système judiciaire rigoureux d'évaluation de la qualité et de la fiabilité des expertises. Ce rapport a aussi proposé l'institution d'un principe de loyauté processuelle, comme nouveau principe directeur de la procédure civile (v. p. 36 et s.). Ce principe rappelle celui de *duty of fairness to the Court* au Royaume-Uni.

¹⁸¹⁷ V., par exemple, D. Kling et N. Huet, *Juridiction ad hoc : Pourquoi ne pas traiter tout le contentieux boursier devant une seule juridiction ?*, JCP G, n° 16, avr. 2014, p. 819. Adde N. Spitz, *op. cit.*, n° 576, en faveur d'une compétence exclusive du TGI de Paris, en matière de réparation des préjudices boursiers ; rapport du Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, préc., proposition 10, p. 82, préconisant de donner compétence exclusive au TGI et/ou Tribunal de commerce de Paris pour toutes les questions relatives à la réparation des préjudices financiers, notamment dans le cadre d'une chambre spécialisée.

¹⁸¹⁸ Le législateur a en effet confié le contentieux de la répression pénale et administrative à des juridictions spécialisées. L'article 704-1 du Code de procédure pénale donne compétence au TGI de Paris pour la répression pénale des abus de marché. Les articles L. 621-30, R. 621-45 et R. 621-46 attribuent la répression administrative des abus de marché à la commission des sanctions de l'AMF. Les décisions de cette commission font l'objet d'un recours soit devant le Conseil d'Etat, soit devant la Cour d'appel de Paris puis la Cour de cassation, selon que l'intéressé est ou non un professionnel (C. mon. fin., art. L. 621-30).

commission des sanctions de l'AMF, d'un tribunal des marchés financiers, ayant une double compétence, à la fois en matière de sanction et de réparation¹⁸¹⁹.

Partant notamment du constat d'un éclatement du contentieux boursier, des faiblesses de la répression pénale, de la répression administrative et de la réparation civile, et des problèmes de validité du dispositif actuel (atteinte au principe du *non bis in idem*, problème de séparation des pouvoirs au sein de l'AMF), ces auteurs proposent, en substance, de transformer l'actuelle Commission de sanctions de l'AMF en un tribunal des marchés financiers en élargissant significativement ses pouvoirs. Au pouvoir de sanction administrative, seraient en effet ajoutés le pouvoir de sanction pénale et celui d'indemnisation des investisseurs pour leurs préjudices découlant des abus de marché, peu important le cadre, administratif ou pénal, de leur sanction. Le critère de répartition entre abus de marché sanctionnés administrativement ou pénalement serait celui de l'intentionnalité. Le tribunal des marchés financiers fonctionnerait selon le principe de l'échevinage, afin de répondre à la technicité du contentieux. Il pourrait être saisi, soit par le procureur de la République financier (ou par renvoi du juge d'instruction requis par ce procureur) soit par l'AMF, qui conserverait son pouvoir de surveillance et d'enquête, soit par la victime (qui ne pourrait toutefois mettre en mouvement l'action publique que par voie de citation directe). La juridiction de recours serait désormais uniquement la Cour d'appel de Paris, à l'exclusion du Conseil d'Etat. Pour ces auteurs, la réforme, relativement simple à mettre en œuvre, permettrait une économie de temps et de moyens, une plus grande efficacité des fonctions préventives, répressives et réparatrices du contentieux financier, une meilleure garantie du respect des droits fondamentaux et répondrait à l'objectif européen d'une plus grande pénalisation des comportements.

Si c'est essentiellement le volet civil de la proposition qui nous intéresse au regard de notre thèse, celle-ci constitue un tout et s'inscrit d'abord dans une volonté d'unifier le contentieux répressif, de sorte que nous l'étudierons dans ses deux aspects. Ainsi, quoique séduisante, fort réfléchie et soucieuse des deniers de la justice, cette proposition ne nous paraît toutefois pas nécessaire, tant au regard de la fonction répressive (**A**) que de la fonction réparatrice (**B**).

¹⁸¹⁹ V. D. Schmidt et A.-V. Le Fur, *Pour un tribunal des marchés financiers*, Bull. Joly Bourse, 2015, n° 1, p. 24 ; des mêmes auteurs, *Il faut un tribunal des marchés financiers*, D., 2014, p. 551 ; A.-V. Le Fur, *Faut-il faire de la Commission des sanctions de l'AMF un tribunal des marchés financiers ?*, in *Mélanges AEDBF-France VI*, dir. A. Gourio et J.-J. Daigre, RB éd., 2013, p. 335.

A - Au regard de la fonction répressive

- 674 - **La proposition de création d'un tribunal des marchés financiers. Le regroupement de la répression pénale et administrative au sein d'une même juridiction.** La proposition de M. Dominique Schmidt et de Mme Anne-Valérie Le Fur a d'abord pour première ambition d'unifier le contentieux répressif, à la fois pénal et administratif, au sein d'une même juridiction spécialisée en matière financière. Selon ces auteurs, ce regroupement présenterait plusieurs avantages. Il permettrait notamment de répondre à la complexité de ce contentieux ; de redonner de la vigueur à la répression pénale, largement marginalisée au profit de l'autorité administrative, qui, de par sa technicité, sa réactivité et son efficacité, est devenu de fait le juge de droit commun en la matière¹⁸²⁰ ; et surtout de mettre le droit français en conformité avec le principe *non bis in idem* ou *ne bis in idem*¹⁸²¹.
- 675 - **La contrariété du dispositif français avec le principe *ne bis in idem*.** La doctrine a en effet, depuis plusieurs années, mis en évidence que la double répression pénale et administrative¹⁸²² des abus de marché heurtait de plein front le principe *ne bis in idem*, de sorte que la conformité du dispositif français était devenue particulièrement fragile au regard du droit

¹⁸²⁰ Les chiffres sont éloquentes. Ainsi, il ressort du rapport annuel de l'AMF pour 2012, que la COB, puis l'AMF ont mené à terme 1941 enquêtes depuis 1990 et ont ouvert, au cours de cette période, 314 procédures de sanction (AMF, Rapport annuel pour 2012, Annexes, Annexe 3, p. 28, publié le 13 juin 2013). S'agissant seulement de l'AMF, il ressort de son rapport annuel pour 2013, qu'elle a mené à terme 865 enquêtes depuis 2004 et a ouvert, au cours de cette période, 218 procédures de sanction (AMF, Rapport annuel pour 2012, Annexes, Annexe 3, p. 14, publié le 2 juin 2014). Par comparaison, l'activité du juge pénal en matière d'infractions boursières est quasiment dérisoire. Ainsi, en 2012, sur 459 dossiers transmis au Parquet par la COB puis l'AMF, seule une douzaine d'affaires est passée en jugement (A.-V. Le Fur et D. Schmidt, *Il faut un tribunal des marchés financiers*, D., 2014, p. 551, n° 15, se fondant sur le rapport annuel de l'AMF pour 2012, préc.). L'autorité judiciaire ne fait ainsi qu'un usage extrêmement restreint de ses pouvoirs en la matière. En outre, si la procédure administrative a fait la preuve de sa rapidité le traitement d'une affaire étant assez souvent d'une durée inférieure à un an -, la procédure pénale apparaît, au contraire, d'une très grande lenteur, comme l'illustrent les affaires *Vivendi*, *Altran*, *EADS* ou encore *Rhodia*. Enfin, le montant maximal de l'amende pénale encourue, en l'absence de profit réalisé, soit 1 500 000 euros, s'avère dérisoire par rapport à celui de la sanction pécuniaire administrative, désormais de cent millions d'euros ; surtout, la peine maximale d'emprisonnement de deux ans prévue par les textes n'est en pratique jamais prononcée. Faible activité, lenteur de la procédure, caractère relativement minime des amendes prononcées, rareté du recours à la peine privative de liberté, dont jouit pourtant le seul juge pénal, font de fait de la Commission des sanctions de l'AMF le « juge de droit commun » en matière de répression boursière (*ibid.*, n° 17).

¹⁸²¹ V. notamment, sur le principe *ne bis in idem* en général, v. J. Lelieur-Fischer, *La règle ne bis in idem : du principe de l'autorité de la chose jugée au principe d'unicité d'action répressive. Etude à la lumière des droits français, allemand et européen*, dir. M. Delmas-Marty, th. Paris I, 2005.

¹⁸²² Sur le rattachement à la matière pénale des sanctions administratives, v. notamment F. Drummond, *Répression des abus de marché v. non bis in idem – Perspectives d'évolution*, in *Mélanges en hommage à Nicole Decoopman : les frontières du droit*, dir. M. Daury-Fauveau, F. Hénot et J. Lefebvre, PUF, coll. Ceperisca, 2014, p. 185, n° 7.

européen, dans ses deux composantes - droit de la Convention européenne des droits de l'homme et droit de l'Union européenne.

La Cour européenne des droits de l'homme a, au terme d'une évolution, fixé sa jurisprudence en la matière, dans un arrêt de principe *Sergueï Zolotoukhine c/ Russie* du 10 février 2009¹⁸²³, en précisant que l'article 4 du protocole additionnel n° 7¹⁸²⁴ devait désormais être compris « *comme interdisant de poursuivre ou de juger une personne pour une seconde "infraction" pour autant que celle-ci a pour origine des faits identiques ou des faits qui sont en substance les mêmes* »¹⁸²⁵ que ceux ayant donné lieu à la première infraction, quand bien même ces faits pourraient revêtir des qualifications juridiques différentes. C'est donc l'identité substantielle des faits poursuivis qui doit désormais prévaloir. Elle a réitéré cette interprétation dans l'arrêt *Grande Stevens et autres c/ Italie* du 4 mars 2014¹⁸²⁶, en condamnant l'Italie pour avoir poursuivi pénalement un investisseur et ses représentants et conseils alors qu'ils avaient été déjà administrativement sanctionnés par l'autorité de régulation italienne. La Cour a ainsi invalidé la réserve faite par l'Italie selon laquelle le principe *ne bis in idem* ne s'appliquait qu'« *aux infractions, aux procédures et aux décisions qualifiées de pénales par la loi italienne* », donc dans des termes relativement similaires à ceux de la réserve française¹⁸²⁷, derrière laquelle les juridictions françaises s'abritent. Les faits sanctionnés au titre d'un abus de marché n'apparaissant pas substantiellement différents, selon qu'il s'agit d'un délit ou d'un manquement administratif, le dispositif répressif français est ainsi particulièrement précaire au regard du droit de la Convention européenne des droits de l'homme, et ce d'autant que l'assemblée plénière de la Cour de cassation a eu l'occasion d'énoncer en des termes très fermes « *que les États adhérents à cette Convention sont tenus de respecter les décisions de la*

¹⁸²³ CEDH, gr. ch., 10 févr. 2009, *Sergueï Zolotoukhine c/ Russie*, n° 14939/03 : AJDA, 2009, p. 872, chron. J.-F. Flauss ; D., 2009, p. 2014, note J. Pradel ; RSC, 2009, p. 675, obs. D. Roets ; JCP, 13 juill. 2009, n° 23, p. 143, comm. n° 31, F. Sudre ; Clunet, juill. 2010, n° 3, chron. 6.

¹⁸²⁴ Protocole n° 7 du 22 novembre 1984, relatif à la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, art. 4 : « *nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les juridictions du même État en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de cet État* ».

¹⁸²⁵ CEDH, gr. ch., 10 févr. 2009, *Sergueï Zolotoukhine c/ Russie*, n° 14939/03, préc., § 82.

¹⁸²⁶ CEDH, 2^e Sect, 4 mars 2014, n° 18640/10, 18647/10, 18663/10 et 18698/10, *Grande Stevens et autres c/ Italie* : J. Chacornac, Bull. Joly Bourse, avr. 2014, p. 209 ; E. Dezeuze et N. Rontchevsky, RTD com., 2014/1, p. 159, et RTDF, 2014, n° 2, p. 149 ; H. Matsopoulou, Rev. sociétés, 2014, p. 675.

¹⁸²⁷ Réserve contenue dans l'instrument de ratification, déposé le 17 février 1986 (D. n° 89-37 du 24 janvier 1989 du président de la République de publication du Protocole n° 7 à la Convention européenne) : « *le Gouvernement de la République française déclare que seules les infractions relevant en droit français de la compétence des tribunaux statuant en matière pénale doivent être regardées comme des infractions au sens des articles 2 à 4 du présent Protocole* ».

Cour européenne des droits de l'homme, sans attendre d'être attaqués devant elle ni d'avoir modifié leur législation »¹⁸²⁸.

Le dispositif français est également fragile au regard du droit de l'Union européenne lui-même, et plus précisément, de l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne du 18 décembre 2000¹⁸²⁹ qui énonce, dans une formulation très proche de celle de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, que « nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné dans l'Union par un jugement pénal défini conformément à la loi »¹⁸³⁰. Cela a été confirmé par la Cour de justice dans son arrêt *Aklagaren* du 26 février 2013¹⁸³¹, dans lequel elle a estimé qu'un Etat ne peut imposer une double sanction qu'à la condition que la première sanction ne relève pas de la matière pénale, tout en rappelant que les critères de définition qu'elle retient de la matière pénale sont les mêmes que ceux de la Cour européenne des droits de l'homme.

Si le droit français a longtemps résisté, le temps de la réforme semble venu. En effet, rompant avec sa jurisprudence traditionnelle, la chambre criminelle de la Cour de cassation a accepté de renvoyer, en date du 17 décembre 2014, deux questions prioritaires de constitutionnalité (QPC) au Conseil constitutionnel dans le cadre de l'affaire *EADS*, ayant trait au cumul de sanctions des abus de marché – plus précisément au regard de la possibilité d'une poursuite pénale pour des faits ayant fait l'objet d'une décision définitive de mise hors de cause de la Commission des sanctions de l'AMF du chef de manquement d'initié¹⁸³². La Cour de cassation, plutôt que d'opérer elle-même le choix de politique juridique à travers son contrôle de conventionnalité, a ainsi préféré le renvoyer à une plus haute juridiction. En date du 18 mars 2015, le Conseil constitutionnel a déclaré inconstitutionnel le dispositif de répression des

¹⁸²⁸ V., à propos de la réforme de la garde à vue en droit français, Cass. ass. plén. 15 avr. 2011, n° 10-17.049, 10-30.313 et 10-30.316 : AJ pénal, 2011, p. 311, obs. C. Mauro ; Constitutions, 2011, p. 326, obs. A. Levade ; RSC, 2011, p. 410, obs. A. Giudicelli ; RTD civ., 2011, p. 725, obs. J-P. Marguénaud.

¹⁸²⁹ Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne, 7 déc. 2000, JOCE 18 déc. 2000, C 364/1. Au départ simple accord interinstitutionnel, la Charte a, aux termes de l'article 6-1 du Traité sur l'Union européenne, acquis la même valeur que le Traité sur l'Union européenne et le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

¹⁸³⁰ Pour plus de détails, v. F. Drummond, art. préc., n° 15 et 16.

¹⁸³¹ CJUE, gde ch., 26 févr. 2013, n° C-617/10, *Aklagaren c/ Hans Akerberg Fransson* : AJDA, 2013, p. 1154, chron. M. Aubert, E. Broussy et H. Cassagnabère ; AJ pénal, 2013, p. 270, note C. Copain ; RFDA, 2013, p. 1231, chron. C. Mayeur-Carpentier, L. Clément-Wilz et F. Martucci ; RTD civ., 2014, p. 312, obs. L. Usunier ; RTD eur., 2013, p. 267, note D. Ritleng ; RLDA, n° 82, mai 2013, p. 52, note F. Zampini ; D. Simon, Rev. Europe, 2013, n° 4, p. 14

¹⁸³² Cass. crim. 17 déc. 2014, n° 14-90.043 et n° 14-90.042.

opérations d'initié en raison de sa contrariété avec le principe de nécessité et de proportionnalité de la peine ; il a toutefois reporté l'abrogation des dispositions concernées à compter du 1^{er} septembre 2016, afin de laisser le temps au législateur de se mettre en conformité¹⁸³³. Si le Conseil constitutionnel a refusé de se fonder directement sur le principe *ne bis in idem*, celui-ci ne faisant pas partie du bloc de constitutionnalité, l'évolution de la jurisprudence européenne est, évidemment, loin d'être étrangère au revirement des autorités françaises¹⁸³⁴.

676 - Pour le maintien des deux voies répressives à l'issue d'un aiguillage opéré par le procureur de la République financier. La mise en conformité du droit français ne peut par ailleurs s'opérer que dans le cadre du nouveau dispositif répressif européen des abus de marché qui, pour l'essentiel, permet aux Etats membres soit d'exercer l'« *option pénale* », en réservant au juge pénal l'ensemble de la répression, soit d'opérer un partage entre la voie pénale et la voie administrative, en ne réservant alors obligatoirement au juge pénal que les formes graves et intentionnelles d'abus de marché. Il faut bien constater toutefois que, s'agissant de ce partage, la directive ne fournit aucun critère directement opératoire ; il revient donc aux autorités nationales d'opérer en interne ce choix de politique juridique.

Certains auteurs ont pu proposer le maintien de la seule voie pénale, au motif notamment que le pouvoir de sanction relève naturellement et en premier lieu du juge pénal¹⁸³⁵. Nous y sommes toutefois réticent. Il est vrai que la technicité dont dispose aujourd'hui l'AMF peut être demain celle de magistrats bénéficiant d'une meilleure formation. En revanche, nous ne

¹⁸³³ Cons. const., Décision n° 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC du 18 mars 2015, JORF n° 0067 du 20 mars 2015 p. 5183.

¹⁸³⁴ Lorsqu'un pouvoir de sanction a été accordé à l'autorité de marché par la loi du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, le Conseil constitutionnel, saisi de la constitutionnalité de cette loi dans le cadre de son contrôle *a priori* classique, avait admis, dans sa décision du 28 juillet 1989, le cumul des sanctions administrative et pénale, à condition cependant que la sanction administrative ne consiste pas en une peine privative de liberté et que soit respecté le principe de proportionnalité selon lequel, en tout état de cause, le montant global des sanctions pécuniaires prononcées ne doit pas dépasser le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues (Cons. const., Décision n° 89-260 DC du 28 juillet 1989, Loi relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, Recueil, p. 71, JORF 1er août 1989, p. 9676 : P. Avril et J. Gicquel, Pouvoirs, 1990, n° 52, p. 189 ; B. Genevois, RFDA, 1989, p. 671).

¹⁸³⁵ V., ainsi, Th. Bonneau, *Haro sur le cumul des poursuites administrative et pénale*, Bull. Joly Bourse, mai 2015, n° 5, p. 204 ; J. Chacornac, *Le modèle français de répression des abus de marché face au principe non bis in idem et autres droits fondamentaux : passé, présent et avenir*, RISF, 2015, n°1, p. 9, spéc. p. 16 et 17, estimant ainsi que la commission des sanctions pourrait à l'avenir se concentrer sur les nombreux manquements autres que des abus de marché, dans la seule perspective de préserver le bon fonctionnement du marché, tandis que le juge pénal se trouverait désormais pleinement investi de la mission de « *sanctionner des comportements gravement déloyaux, malhonnêtes et virtuellement déstabilisateurs de l'ensemble d'un marché* ». Adde P. Pailler, *Directive et règlement Abus de marché : quelle articulation pour les dispositifs de répression pénale et administrative ?*, Bull. Joly Bourse, sept. 2015, n° 9, p. 380, semblant également privilégier une telle solution.

voyons guère, comment, même au prix de « *sérieuses adaptations de la procédure pénale* »¹⁸³⁶, réduire significativement la durée de la justice pénale, dès lors que des mesures privatives de liberté peuvent être prises au cours de l’instruction et qu’une peine privative de liberté peut être prononcée à l’issue du procès. L’abandon de la voie administrative revient, dès lors, à se priver, pour les abus de marché les moins graves, de la réactivité du régulateur, pourtant si nécessaire sur les marchés financiers. Au-delà, la répression administrative ayant largement fait les preuves de son efficacité, au contraire de la répression pénale, il nous paraît dangereux de la supprimer purement et simplement.

Le maintien des deux voies répressives s’impose alors, avec une nécessaire répartition du contentieux entre l’une ou l’autre, en vue d’empêcher la double répression d’un même comportement. Cette solution peut prendre essentiellement deux formes : soit celle d’un aiguillage entre les deux voies répressives, à l’instar de la proposition formulée en 2008 par le rapport Coulon¹⁸³⁷ ; soit celle de leur regroupement au sein d’une même juridiction, comme le tribunal des marchés financiers préconisé par M. Dominique Schmidt et Mme Anne-Valérie Le Fur. Nous avouons une nette préférence pour la première solution, qui nous paraît bien plus simple à œuvre et tout aussi efficace. En effet, la proposition doctrinale de création d’un tribunal des marchés financiers nécessite une profonde refonte institutionnelle, pour parvenir à un résultat relativement similaire aussi bien au regard du respect du principe du *ne bis in idem* que de l’objectif de répression¹⁸³⁸.

Nous préconisons ainsi, à l’instar du rapport Coulon, d’octroyer au Ministère public le pouvoir d’aiguillage entre les deux voies répressives : la répression pénale pour les abus de marché intentionnels les plus graves en se fondant notamment sur leur effet réel sur le marché conformément à la directive ; la répression administrative pour les abus de marché les moins graves ou bien non intentionnels. Précisons toutefois que ce n’est pas l’élément de l’intentionnalité – présent dans la plupart des abus de marché – qui constituera le critère

¹⁸³⁶ J. Chacornac, art. préc., p. 17.

¹⁸³⁷ Rapport Coulon, préc., p. 61 et s., spéc. p. 65 à 68. Le rapport Coulon a proposé en 2008, afin d’éviter un cumul de sanctions, une solution consistant à unifier la procédure sous le contrôle du Parquet qui choisirait, après une enquête menée parallèlement par les autorités judiciaire et administrative en coordination (ou bien par une équipe mixte sous son égide), soit d’engager des poursuites pénales soit de renvoyer l’affaire à l’AMF, en se réservant alors la possibilité dans ce dernier cas de poursuivre si aucune sanction administrative n’était finalement prononcée.

¹⁸³⁸ V. notamment, dans le même sens, Ph. Goutay, *Ne bis in idem : quelle réforme*, Bull. Joly Bourse, juill. 2015, n° 7-8, p. 327.

discriminant en la matière, mais celui de la gravité ; or, les indications données par la directive en la matière, si elles renvoient essentiellement à l'effet réel de l'infraction sur le marché, sont trop sommaires pour être directement opératoires. L'autorité, à laquelle sera confiée la mission d'aiguillage entre les deux voies répressives, disposera ainsi d'un pouvoir quasi discrétionnaire en la matière. Ce pouvoir devrait, assez naturellement, relever désormais de la compétence du procureur de la République financier instauré par la loi du 6 décembre 2013 et désormais seul compétent pour la poursuite des abus de marché¹⁸³⁹. Il pourrait l'exercer en concertation avec l'AMF, sachant qu'il devrait avoir en tout état de cause le dernier mot. S'agissant de l'enquête préalable à la décision d'aiguillage par le procureur financier, on pourrait également s'inspirer à cet égard du rapport Coulon qui préconise la création d'équipes communes d'enquête sous le contrôle du Parquet, ce qui permettrait d'éviter une double poursuite et de bénéficier de l'expertise des services d'enquête de l'AMF¹⁸⁴⁰.

Enfin, il faut, dans un tel système, réserver la possibilité d'exercice d'une action civile par les victimes devant la juridiction d'instruction ou la juridiction de jugement au seul cas où le Parquet aura choisi la voie répressive. A défaut, en effet, le problème de *ne bis in idem* ne pourrait être résolu puisque, si la voie administrative était choisie, les victimes pourraient, par l'exercice de l'action civile, déclencher du même coup l'ouverture de l'action publique. La solution peut sembler peu satisfaisante pour les victimes puisqu'elles se verraient, dans un cas, privées de la faculté de porter leur action devant le juge pénal. Cet inconvénient est toutefois largement à relativiser étant donné qu'elles pourront en tout état de cause porter leur action devant le juge civil, juge naturel de l'indemnisation, et se prévaloir lors de l'instance de la décision de sanction prononcée, le cas échéant, par la Commission de sanctions de l'AMF.

¹⁸³⁹ V. C. proc. pén., art. 705-1, issu de la loi n° 2013-1117 du 6 décembre 2013 relative à la lutte contre la fraude fiscale et la grande délinquance économique et financière (JO 7 déc. 2013), donnant seule compétence au procureur de la République financier, ainsi qu'aux juridictions d'instruction et de jugement de Paris, pour la poursuite, l'instruction et le jugement des abus de marché.

¹⁸⁴⁰ Toutefois, contrairement cette fois aux recommandations de ce rapport, le choix opéré par le procureur financier devrait être définitif ; il ne saurait en effet être question de lui permettre de poursuivre au cas, où après avoir opéré un renvoi de l'affaire à l'AMF, aucune sanction administrative n'aurait été prononcée. Cela serait en effet en contradiction flagrante avec le principe *ne bis in idem* aux termes duquel nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été condamné, mais également acquitté, par une décision définitive.

Il nous semble que cette solution présenterait de nombreux avantages¹⁸⁴¹ : elle serait en conformité avec le nouveau dispositif répressif européen ; elle serait relativement simple à mettre en œuvre en l'état actuel du droit français ; et surtout, elle pourrait être assez efficace. En effet, les abus de marché les plus graves seraient passibles d'une peine privative de liberté, symbole d'une forte désapprobation sociale et par nature très dissuasive, tandis que les abus de marché les moins graves pourraient être sanctionnés par la Commission des sanctions de l'AMF avec une réactivité inégalée. Encore faut-il que les autorités judiciaires jouent le jeu. D'une part, le procureur financier devrait exercer sa mission d'aiguillage avec loyauté, c'est-à-dire, pour le dire clairement, sans avoir pour but officieux de priver de fait l'AMF de quasiment tout pouvoir de sanction en matière d'abus de marché. Il serait, à cet égard, opportun qu'il développe, en concertation avec cette autorité, des critères plus précis pour apprécier la gravité d'un comportement. D'autre part et surtout, le juge pénal devrait être animé d'une véritable volonté répressive pour les abus de marché les plus graves ; or il faut bien reconnaître qu'il a jusqu'ici fait preuve à l'égard des délinquants d'affaires, rarement condamnés à une peine d'emprisonnement ferme, d'une indulgence qui confine au laxisme¹⁸⁴². Il serait ainsi souhaitable que le juge pénal fasse usage de la peine privative de liberté dont il est le seul à disposer, et que le montant de l'amende pénale soit relevé à hauteur de la sanction administrative.

La création d'un tribunal des marchés financiers ne nous semble donc pas nécessaire au regard de la fonction répressive. Il en va de même au regard de la fonction réparatrice.

¹⁸⁴¹ L'AMF s'est également prononcée en faveur de l'aiguillage, mais sans donner la primauté au Parquet (v. L'application du principe *ne bis in idem* dans la répression des abus de marché – Proposition de réforme, rapport du groupe de travail de l'AMF, 19 mai 2015 : P.-H. Conac, *Rev. sociétés*, 2015, p. 747). *Adde* rapport Club des juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes* (CEDH, CJUE, Conseil constitutionnel), mai 2015, proposant d'instaurer une commission pour trancher un éventuel conflit lors de l'aiguillage entre le Parquet et l'AMF (v. Bull. Joly Bourse, sept. 2015, n° 9, p. 359, interview de M. Didier Martin). Une proposition de loi réformant le système de répression des abus de marché adoptée à l'Assemblée nationale le 7 avril 2016 prévoit d'ailleurs : un aiguillage entre les deux voies répressives après concertation entre l'AMF et le Parquet national financier et avis conforme délivré par l'une des deux instances à ce que les poursuites soient engagées par l'autre ; en cas de désaccord entre ces deux autorités, la décision appartient en dernier ressort au Procureur général près la Cour d'appel de Paris.

¹⁸⁴² En comparaison, des peines d'emprisonnement et des amendes extrêmement lourdes peuvent être prononcées aux Etats-Unis à l'encontre des délinquants d'affaires. V. notamment A.-V. Le Fur et D. Schmidt, *Il faut un tribunal des marchés financiers*, préc., n° 16. Ainsi, dans l'affaire *WorldCom*, le PDG a été condamné à une peine de réclusion de 25 ans. Sans aller aussi loin, il serait bon que les mentalités évoluent dans un sens plus répressif à cet égard.

B - Au regard de la fonction réparatrice

677 - **La proposition de création d'un tribunal des marchés financiers, au regard de la nécessité d'une juridiction spécialisée en matière d'indemnisation des préjudices boursiers.** M. Dominique Schmidt et Mme Anne-Valérie Le Fur souhaitent encore aller plus loin dans l'unification du contentieux boursier, en confiant également au tribunal des marchés financiers le pouvoir d'indemnisation des préjudices éprouvés par les investisseurs du fait d'un abus de marché, et ce peu important que ledit abus de marché ait été sanctionné dans le cadre administratif ou pénal.

On remarquera d'abord qu'en vertu de leur proposition, seuls sont concernés les abus de marché à l'exclusion de tout autre fait générateur de responsabilité civile. Ces auteurs considèrent en effet que seul ce contentieux fait véritablement difficulté, à l'exclusion de celui relatif aux prestataires financiers. Ils écrivent ainsi à propos de ces deux types de contentieux : « *le premier, de nature contractuelle, oppose devant le juge civil les parties à un contrat de prestations de services d'investissement, le client reprochant à son prestataire un manquement à ses devoirs professionnels. Le second, de nature délictuelle, concerne les faits constitutifs d'un abus de marché et relève des juridictions civiles et pénales. Le contentieux de la première catégorie ne soulève pas de difficultés particulières devant le juge civil qui applique la loi du contrat. Il se réfère aux règles relatives aux devoirs professionnels des prestataires énoncées dans le code monétaire et financier, ainsi que dans le règlement général de l'AMF puisque ces règles constituent des obligations contractuelles à l'égard des clients* »¹⁸⁴³.

Ils constatent en revanche que « *le contentieux de la seconde catégorie soulève de sérieuses difficultés* », et ce pour plusieurs raisons : rareté des actions introduites en la matière alors que la Commission des sanctions a rendu plus de 220 décisions relatives à des abus de marché, dans la mesure où les investisseurs répugnent à s'engager dans des procédures coûteuses et à l'issue aléatoire ; compétence exclusive, à défaut de juridiction spécialisée, des tribunaux du domicile du plaignant ou du siège de l'auteur de l'abus, « *ce qui ne favorise pas l'éclosion d'une jurisprudence claire et unifiée* » ; durée trop longue des procédures de réparation,

¹⁸⁴³ D. Schmidt et A.-V. Le Fur, *Il faut un tribunal des marchés financiers*, D., 2014, p. 551, n° 19 et 20.

incompatible avec l'exigence de justice¹⁸⁴⁴. Ils expliquent que la rareté et la durée de ces procédures tiennent surtout à la difficulté pour l'investisseur d'établir son préjudice et le lien de causalité entre la faute et le préjudice. S'agissant du préjudice, ils critiquent la jurisprudence *Gaudriot*, par laquelle le juge renonce à entrer dans le domaine, qui lui est peu familier, du préjudice boursier, et se satisfait d'« *une évaluation qui participe moins du calcul que de l'arbitraire* » en contradiction avec le principe de réparation intégrale. S'agissant du lien de causalité, ils préconisent, au regard de sa complexité, l'instauration de présomptions : « *dans ce type de différends, la charge de la preuve dicte l'issue du procès. Aussi, le droit des marchés financiers devrait-il prendre ses distances avec le droit commun et mettre en place des présomptions qui reposeraient sur la constatation que la diffusion consciente de fausses informations a précisément pour objet de tromper les investisseurs* »¹⁸⁴⁵.

Ils en concluent à la nécessité en la matière d'une juridiction spécialisée : « *ces développements révèlent que la réparation du dommage causé par un abus de marché ne peut pas et ne doit pas être traitée comme dans un procès ordinaire, civil ou pénal, en indemnisation. La spécificité et la technicité de la matière requièrent des magistrats spécialisés en droit financier assistés de professionnels des marchés financiers et éclairés par le dossier d'enquête de l'AMF et par des rapports d'experts. Elles requièrent également une organisation, connue dans maintes législations étrangères, permettant de traiter les réclamations présentées par des centaines d'investisseurs se plaignant d'un préjudice causé par le même fait* »¹⁸⁴⁶. Ils proposent ainsi des moyens supplémentaires pouvant faciliter l'action en réparation : « *mise en place sur le site de l'AMF de rubriques informant des procédures en cours devant le tribunal des marchés financiers, ce qui facilite l'opt-in des victimes, élargissement des possibilités actuelles d'actions groupées, ou encore consécration de l'action de groupe en matière financière...* »¹⁸⁴⁷. Ils proposent d'ailleurs de s'inspirer de ce qui a été fait en droit de la concurrence, où l'action de groupe a été étendue par la loi Hamon aux pratiques anticoncurrentielles et où le contentieux a été centralisé auprès de certaines

¹⁸⁴⁴ Ils donnent ainsi les exemples suivants : « *les procédures civiles en réparation d'un préjudice causé par la diffusion en 2000 et 2001 de fausses informations au nom de la société Vivendi Universal sont toujours en cours aux Etats-Unis et en France. De même, les procédures civiles relatives à l'abus de marché imputé à la société Marionnaud en 2002 et 2003 sont encore pendantes. De même, les procédures concernant l'abus de marché commis en 2002 et 2003 introduites à l'encontre des dirigeants de la société Gaudriot viennent seulement à terme* » (*ibid.*, n° 21).

¹⁸⁴⁵ *Ibid.*, n° 21 à 26.

¹⁸⁴⁶ *Ibid.*, n° 27.

¹⁸⁴⁷ *Ibid.*, n° 31.

juridictions spécialisées afin qu'elles développent leur expertise dans ce domaine également technique¹⁸⁴⁸.

678 - **Le texte de la proposition.** M. Dominique Schmidt et Mme Anne-Valérie Le Fur ont ainsi rédigé un projet de loi mettant en œuvre leurs différentes propositions. En matière d'indemnisation, ce projet prévoit notamment en son article 6 : « *le tribunal des marchés financiers est compétent pour statuer sur une demande en indemnisation d'un préjudice résultant de faits mentionnés aux c, d et e de l'article 3 ou de faits mentionnés aux articles L. 465-1 à L. 465-3 du Code monétaire et financier. Cette demande doit être présentée dans les conditions prévues à l'article 11. Le tribunal des marchés financiers peut inviter l'Autorité des marchés financiers à verser au débat son estimation relative à la nature et à la quantification du préjudice causé par les faits cités à l'alinéa premier. Sauf preuve contraire, la diffusion d'une information non conforme aux dispositions de l'article 223-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers cause un préjudice qui consiste, selon les cas, en une perte subie, un manque à gagner, la perte de chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou renoncer à celui déjà réalisé. Le tribunal peut condamner l'émetteur ayant diffusé une telle information à racheter les actions acquises ou souscrites par un investisseur trompé par cette information ; le rachat est effectué à prix égal à la somme payée ou versée par l'investisseur, augmentée des frais et intérêts* ». Est ainsi affirmée la compétence exclusive du tribunal des marchés financiers pour l'indemnisation des préjudices résultant d'un abus de marché, ainsi que sa faculté de solliciter l'expertise de l'AMF en matière d'évaluation du préjudice. Est en outre instaurée une présomption réfragable de préjudice en matière d'information publique défectueuse délivrée par l'émetteur, l'article 223-1 du règlement général de l'AMF prévoyant que « *l'information donnée au public par l'émetteur doit être exacte, précise et sincère* » ; il en résulte que le tribunal sera alors en principe tenu d'indemniser les investisseurs et ce, en rupture avec la jurisprudence *Gaudriot*, de quelque façon que ce soit (perte subie, gain manqué ou encore perte de chance). L'on remarquera enfin que, de manière originale et à l'instar du droit allemand, le tribunal peut condamner l'émetteur fautif à une mesure de réparation de nature consistant dans le rachat des actions de l'investisseur trompé.

¹⁸⁴⁸ C com., art. L. 420-7. V. D. Schmidt et A.-V. Le Fur, *Pour un tribunal des marchés financiers*, Bull. Joly Bourse, 2015, n° 1, p. 24.

L'article 11 prévoit, en outre, les modalités possibles d'intervention de la victime : « *I. La personne qui se prétend lésée par des faits susceptibles de constituer une infraction pénale prévue et réprimée par les articles L. 465-1 à L. 465-3 du Code monétaire et financier ne peut mettre en mouvement l'action publique que devant le tribunal des marchés financiers, seulement par voie de citation directe du ou des auteurs de ces faits, et à condition de justifier soit que le procureur national financier lui a fait connaître qu'il n'engagera pas lui-même des poursuites, soit qu'un délai de trois mois s'est écoulé depuis qu'elle a déposé plainte devant ce magistrat pour ces mêmes faits. II. La personne qui se prétend lésée par un ou plusieurs des faits visés au c, d et e de l'article 3 ou par un ou plusieurs des faits susceptibles de constituer une infraction pénale prévue et réprimée par les articles L. 465-1 à L. 465-3 du Code monétaire et financier peut intervenir volontairement dans une procédure en cours devant le tribunal des marchés financiers pour demander l'indemnisation de son préjudice causé par ces faits* ». En clair, à l'instar de la procédure pénale, la victime peut choisir soit de mettre en mouvement l'action publique en cas d'inaction du Parquet (mais uniquement par voie de citation directe, et non de constitution de partie civile), soit d'intervenir volontairement à l'action à seule fin d'indemnisation¹⁸⁴⁹.

679 - **Appréciation : l'absence de nécessité de la création d'un tribunal des marchés financiers au regard de la fonction réparatrice.** Bien qu'intéressante et particulièrement réfléchie, cette proposition consistant à conférer l'indemnisation des préjudices résultant des abus de marché à une juridiction spécialisée en raison de sa technicité, ne nous convainc pas.

D'une part, elle cadre mal avec la conception restrictive que nous avons adoptée. Le juge civil nous paraît, en effet, en mesure d'apprécier l'altération concrète de la décision qu'aurait subie un investisseur institutionnel, à partir des éléments de preuve que lui fournirait ledit investisseur, et ce d'autant qu'il pourrait bénéficier de l'expertise – précieuse – de l'autorité de marché et des pièces de la procédure administrative. La réparation ressort de l'office naturel du juge et il n'y a pas de raison suffisante, de ce point de vue encore, de déroger à notre tradition juridique.

¹⁸⁴⁹ En procédure pénale, on distingue la constitution par voie d'action, lorsque celle-ci intervient avant l'engagement des poursuites et déclenche donc l'action publique, et la constitution par voie d'intervention, lorsqu'elle intervient alors que des poursuites ont déjà été engagées et ne met donc pas en mouvement l'action publique. V. F. Desportes et L. Lazerges-Cousquer, *op. cit.*, n° 1377.

D'autre part et au-delà, quand bien même nous nous détachons de notre conception restrictive, cette proposition continue de susciter des réserves. Premièrement, la présomption de préjudice posée entre la faute d'information de l'émetteur et le préjudice subi par l'investisseur, ne correspond pas à l'explication qu'en donnent ses promoteurs. Ils semblent en effet suggérer que la présomption de préjudice posée repose sur la vraisemblance – l'émetteur ayant eu pour objet de tromper les investisseurs, il est naturel de supposer que ceux-ci l'ont été - ; il devrait alors en découler, en toute logique, la réparation d'une altération concrète de la décision, et non pas d'un préjudice de toute nature, comme ils l'affirment. Il nous semble en fait que la présomption posée ne repose pas sur la vraisemblance, dont nous avons d'ailleurs dit à maintes reprises combien elle nous apparaissait simpliste et erronée s'agissant d'une information publique, mais sur un motif de politique juridique de protection des petits investisseurs et probablement également de renforcement de la dissuasion¹⁸⁵⁰. Pour tout dire, il nous semble même que cette proposition est davantage inspirée par l'idée de réparation d'un préjudice d'altération de cours ; en effet, c'est ce type de préjudice qui est particulièrement difficile à évaluer, et qui donc pourrait justifier le recours à une juridiction spécialisée, pouvant en outre solliciter l'assistance de l'AMF. L'imprécision théorique de la proposition se retrouve d'ailleurs dans la formulation de la présomption qui omet d'indiquer quels en sont les investisseurs bénéficiaires.

Deuxièmement, la proposition nous paraît même quelque peu dangereuse, en ce qu'elle consiste à conférer le pouvoir d'indemnisation à une juridiction disposant déjà du pouvoir de sanction. Nous y voyons, en effet, un fâcheux mélange des genres entre sanction et réparation, qui peut faire craindre un parasitage de l'objectif répressif par des préoccupations indemnitaires, et ce d'autant plus dans le cadre de contentieux de masse. Cette tendance est observée et décriée par une partie de la doctrine en droit pénal où l'interprétation toujours plus large par la chambre criminelle de la Cour de cassation de l'article 2 du Code de procédure pénale, relatif à la recevabilité de l'action civile, a conduit les juridictions pénales à accorder

¹⁸⁵⁰ V. D. Schmidt et A.-V. Le Fur, *Pour un tribunal des marchés financiers*, Bull. Joly Bourse, 2015, n° 1, p. 24 : « ni les procédures pénales, ni les procédures civiles en réparation ne donnent satisfaction : tels sont indiscutablement les enseignements qu'il convient de tirer des affaires financières récentes. Or les sanctions pénales et civiles sont indispensables ; les premières pour leur symbolisme répressif, les secondes car elles constituent un coût supplémentaire pesant sur les auteurs d'infractions et participent donc à la dissuasion ».

aux victimes une place que certains trouvent exagérée au sein de l'instance pénale¹⁸⁵¹, au détriment de l'objectif, pourtant prioritaire, de sanction. Indemnisation et répression ont leur logique propre et il peut être nuisible, pour l'une comme pour l'autre, de vouloir les traiter au cours de la même instance.

En définitive, la création d'un tribunal des marchés financiers ne nous paraît donc pas plus s'imposer au regard de la fonction réparatrice que de la fonction répressive.

680 - Conclusion du Chapitre II et du Titre II. Du point de vue substantiel, la mise en œuvre de notre choix de politique juridique nécessite d'abord l'affirmation par la Cour de cassation, dans le cadre d'un arrêt de principe, de la limitation de l'indemnisation au préjudice prouvé d'altération de la décision dans le cadre du droit commun, et ce tant pour l'information publique défectueuse que pour la manipulation de cours et l'opération d'initié. En effet, les investisseurs institutionnels et sophistiqués se fondant généralement sur une analyse informationnelle et une politique d'investissement, nous semblent en mesure d'apporter la preuve de l'altération de leur décision, au besoin grâce à une certaine souplesse probatoire de la part des juges du fond, sous le contrôle de la Cour de cassation.

Elle nécessite, ensuite, que soit déterminé le choix du responsable au sein de l'émetteur en cas d'information publique défectueuse. Nous avons opté, à cet égard, pour le maintien d'une responsabilité solidaire, afin de garantir l'indemnisation des investisseurs, et pour l'introduction de diverses préconisations à travers le droit souple, afin de faire supporter une partie de la dette de réparation aux dirigeants sociaux et d'assurer ainsi la fonction dissuasive.

Du point de vue processuel, nous avons axé notre réflexion sur les aspects les plus saillants. Il est apparu, d'une part, que si l'extension de l'action de groupe n'était pas nécessaire en droit financier, le droit français devait également protéger sa souveraineté nationale contre les abus de *forum shopping* pour éviter que des émetteurs ou des investisseurs français, en participant à des actions collectives étrangères, ne réintroduisent dans notre système les vices attachés à une conception large de la responsabilité civile sur le marché secondaire. Et ce que d'autant que si les Etats-Unis ont désormais adopté une position restrictive, d'autres pays se présentent comme de nouvelles terres d'accueil en la matière.

¹⁸⁵¹ Au point que l'on a pu parler, de manière générale, de « *populisme pénal* » (v. D. Salas, *La volonté de punir : essai sur le populisme pénal*, Fayard, 2012, dénonçant notamment l'« *idéologie victimaire* »).

Il nous est apparu, d'autre part, que le rôle d'autorités autres que le juge civil dans l'indemnisation devait rester limité, au regard notamment de la conception restrictive que nous avons adoptée. Il n'est ainsi pas nécessaire d'accorder un pouvoir d'indemnisation autonome à l'autorité de régulation. L'indemnisation relève, dans notre tradition, de l'apanage du juge et aucune raison ne justifie ici que l'on y fasse entorse. En outre, l'attribution d'une telle prérogative pourrait conduire à une concentration trop importante de pouvoirs entre les mains d'une seule autorité. Il est, en revanche, plus que souhaitable que, dans le cadre d'une coopération renforcée, le juge civil bénéficie de l'expertise de l'AMF, notamment au regard de l'appréciation de l'altération de la décision, et des pièces de la procédure administrative, comme cela est désormais possible.

De la même façon, l'unification du contentieux boursier, par exemple au sein d'un tribunal des marchés financiers qui cumulerait les pouvoirs de sanction administrative et pénale et d'indemnisation, ne nous semble pas nécessaire. Tant au regard de la fonction répressive, où un simple aiguillage entre la voie administrative et la voie pénale permet d'assurer la conformité au principe *ne bis in idem*, sans nécessiter une telle refonte institutionnelle, qu'au regard de la fonction réparatrice, où le juge civil est parfaitement en mesure d'assurer son office et d'apprécier l'influence de l'information sur la décision de l'investisseur - au besoin avec l'assistance de l'AMF -, sans remettre en cause notre tradition judiciaire. Une telle proposition pourrait, en outre, se révéler dangereuse, car susceptible d'affaiblir la fonction de répression, qui risque d'être parasitée par des préoccupations indemnitaires. Répression et réparation ont leur logique propre, et il n'est pas opportun de les mêler au sein de la même instance si la nécessité ne s'en fait point sentir.

CONCLUSION DE LA PARTIE II

681 - ***De lege ferenda, l'application du droit commun.*** Il ressort de notre étude *de lege lata*, qu'à défaut d'un volontarisme jurisprudentiel ou légal, la responsabilité civile ne peut pas trouver naturellement à s'appliquer sur le marché secondaire, en raison du particularisme de celui-ci. *De lege ferenda*, la question est donc la suivante au regard du droit français : doit-il faire preuve d'un tel volontarisme ? Si tel est le cas, selon quelles modalités ? Cela suppose, en premier lieu, de déterminer le choix de politique juridique le plus opportun, et en deuxième lieu, les moyens de le mettre en œuvre.

S'agissant, d'abord, du choix de politique juridique, il consiste, pour l'essentiel, à savoir si nous souhaitons, ou pas, un aménagement de la responsabilité civile sur le marché secondaire en droit français, sachant que celui-ci peut essentiellement prendre deux formes distinctes : soit la réparation classique d'une altération de la décision, soit la réparation, plus originale, d'une altération du marché. Il doit être effectué en tenant compte du particularisme du marché secondaire, de la dimension à la fois individuelle et collective de la responsabilité civile – ce qui est compatible avec le principe général, de valeur constitutionnelle, de responsabilité pour faute, puisque seul est envisagé un aménagement du droit commun, et non son exclusion -, et des fonctions que nous nous sommes assignées. Celles-ci sont les suivantes : la fonction réparatrice de la responsabilité civile – la fonction dissuasive ne pouvant être qu'accessoire -, et les fonctions du droit financier de protection des investisseurs et de bon fonctionnement du marché, qui nécessitent notamment de responsabiliser les investisseurs. Il nous faut, enfin, distinguer entre les différents faits générateurs : d'un côté, l'information publique défectueuse, et de l'autre, la manipulation de cours et l'opération d'initié qui se traduisent toutes deux par une intervention frauduleuse sur le marché.

En matière d'information publique défectueuse, il faut également distinguer en fonction de son auteur - émetteur ou bien intermédiaires informationnels publics (comme les analystes financiers ou les agences de notation) - étant donné que les problématiques posées ne sont pas exactement identiques.

Au regard de l'information émanant de l'émetteur, nous avons d'emblée rejeté toute présomption d'altération de la décision ou toute application de la théorie de l'altération abstraite de la décision (perte de chance abstraite), consacrée par la jurisprudence française,

au motif que chacune de ces deux solutions est contraire à la vraisemblance et à la responsabilisation des investisseurs, dispensés de supporter l'aléa boursier. Nous avons ensuite écarté la réparation du préjudice, spécifique au marché boursier, d'altération de cours, pour deux raisons. D'une part, il est trop incertain, tant dans sa caractérisation conceptuelle que dans les modalités de son évaluation pratique, qui sont loin de faire consensus parmi les économistes. D'autre part, il est déjà en grande partie réparé par le marché, à travers la diversification. Il en résulte que la réparation doit donc être limitée au préjudice prouvé d'altération de la décision. Une analyse, à la fois individuelle et collective, de la nécessité et de la légitimité de la réparation pour chaque catégorie d'investisseurs (en fonction de leur diversification, de la fréquence de leurs transactions et de leur comportement), nous a alors bien confirmé que seuls les investisseurs s'étant fondés sur une analyse informationnelle ont à être indemnisés. Cette approche, quoique restrictive, satisfait ainsi tant à la fonction réparatrice de la responsabilité civile, qu'aux fonctions du droit financier de bon fonctionnement du marché et de protection des investisseurs, en contribuant aussi bien à l'efficacité du marché qu'à la responsabilisation des investisseurs.

Au regard de l'information émanant des agences de notation et des analystes financiers, l'analyse a été quelque peu différente mais a abouti à la même conclusion. Cette information consiste en effet en une opinion prévisionnelle, synthétique, universellement compréhensible, et fondée sur une analyse méthodologique des faits, prenant la forme soit d'une notation de crédit soit d'une recommandation d'investissement ; il en résulte qu'en pratique elle est bien plus susceptible d'exercer une influence sur la décision de l'investisseur que l'information factuelle produite par l'émetteur. Il est, cependant, particulièrement difficile pour un investisseur d'établir les conditions de la responsabilité civile dans le cadre du droit commun - la causalité et le préjudice, mais également la faute -, en raison notamment de la qualité particulière de cette information. Seul peut y remédier un aménagement de la responsabilité civile, profondément dérogeant au droit commun, instaurant plusieurs présomptions, notamment en matière de causalité. Nous nous sommes toutefois opposé à un tel aménagement, au regard des fonctions du droit financier, car il aurait conduit, d'une part, à une forte déresponsabilisation et, donc, à une moindre protection des investisseurs - alors que le but actuellement recherché par les pouvoirs publics est de les encourager à mener leur propre analyse -, et d'autre part, à un affaiblissement de la mission de réduction des asymétries informationnelles assurée par ces professionnels, qui reste pourtant indispensable

en l'état actuel des choses. Il en résulte en définitive que, si la solution est ici davantage dictée par les fonctions du droit financier, l'indemnisation doit se limiter, comme pour l'information issue de l'émetteur, au préjudice prouvé d'altération de la décision des investisseurs.

En matière d'intervention frauduleuse sur le marché, la même conclusion s'est de fait imposée. En effet, la manipulation de cours et l'opération d'initié sont susceptibles de causer, comme en matière d'information publique défectueuse, un préjudice d'altération de la décision et un préjudice d'altération du cours ; il en résulte que, pour les raisons précédemment invoquées, la réparation doit être limitée au préjudice prouvé d'altération de la décision, et ce d'autant que le préjudice d'altération du cours est encore plus incertain et peut en outre poser un problème de légitimité en matière d'opération d'initié, celle-ci ayant tendance à faire se rapprocher le cours de sa juste valeur. Ces faits générateurs sont, par ailleurs, susceptibles de causer des préjudices au sein du carnet d'ordres lui-même dès lors qu'ils se traduisent par la passation d'ordres ; ces préjudices d'altération du carnet d'ordres sont toutefois bien trop diffus pour espérer une quelconque réparation.

Dès lors, notre choix de politique juridique est fixé et consiste, de manière plutôt restrictive, à n'indemniser que les investisseurs en mesure d'établir, dans le cadre du droit commun de la responsabilité civile, qu'ils se sont fondés sur l'information publique défectueuse, soit, pour l'essentiel, des investisseurs institutionnels ou sophistiqués.

S'agissant, ensuite, des moyens à mettre en œuvre pour atteindre le choix de politique juridique restrictif fixé, ils sont, classiquement, soit substantiels soit processuels.

Sur le plan substantiel, deux questions se posent principalement : l'une relative à l'autorité en charge de mettre en œuvre la solution, et l'autre ayant trait au choix du responsable au sein de l'émetteur. Au regard de la première question, une intervention prétorienne a semblé préférable à une intervention légale, de par son moindre formalisme et sa plus grande souplesse. Il a été ainsi décidé de confier à la Cour de cassation la charge de poser, par un arrêt de principe, que l'indemnisation est limitée au préjudice prouvé d'altération de la décision tant en matière d'information publique défectueuse que de manipulation de cours ou d'opération d'initié sur le marché secondaire. Il revient ensuite aux juges du fond d'apprécier les modalités de la réparation tant au regard de la causalité que du préjudice avec suffisamment de souplesse, sous le contrôle de la Cour de cassation. Au regard de la seconde question relative au choix du responsable au sein de l'émetteur, il a été décidé, au regard de la hiérarchie des fonctions de la responsabilité civile, de maintenir la responsabilité de

l'émetteur, débiteur le plus solvable, afin de garantir en priorité l'indemnisation des investisseurs, tout en préservant la responsabilité des véritables fautifs – les dirigeants sociaux - à travers le droit souple, afin d'assurer une certaine fonction dissuasive.

Sur le plan processuel, nous avons décidé de nous concentrer sur les aspects les plus saillants, compte tenu de la conception restrictive que nous préconisons sur le marché secondaire. Il est ainsi apparu que si l'introduction d'un mécanisme d'action collective en matière financière n'est pas nécessaire, il est en revanche impératif que le droit français affirme sa souveraineté en limitant la participation des émetteurs ou des investisseurs français à des actions collectives étrangères, dans le cadre d'abus de *forum shopping*, afin de se préserver des défauts qui leur sont inhérents. Il n'est pas plus non nécessaire d'accorder un pouvoir d'indemnisation à l'autorité de régulation ou de créer une juridiction spécialisée, dotée du double pouvoir de sanction et d'indemnisation. En effet, le juge civil est tout à fait en mesure de remplir son office et d'apprécier l'altération de la décision subie par les investisseurs institutionnels et sophistiqués, et ce d'autant qu'il peut bénéficier de l'expertise et, désormais, de la procédure de l'AMF. En outre, répression et indemnisation ont chacune leur logique propre, et il est peut-être trop optimiste d'espérer les traiter, de manière satisfaisante, au cours de la même instance, la fonction répressive pouvant être affaiblie par des préoccupations indemnitaires. En définitive, s'il est plus que souhaitable de renforcer la coopération entre le régulateur et le juge, il n'est pas besoin, au-delà, de déroger à notre tradition juridique.

CONCLUSION GENERALE

Le point de départ de notre travail consistait à déterminer de quelle manière le particularisme des marchés financiers rejaillissait sur la responsabilité civile et en empêchait la mise en œuvre. En clair, nous souhaitions confronter le domaine spécifique des marchés financiers au droit commun de la responsabilité civile, dont il relève, afin de décider s'il convenait d'adapter le droit commun en la matière.

Il est vite apparu que c'est sur le marché boursier proprement dit, c'est-à-dire sur le marché secondaire, que le problème se pose dans toute son acuité, et ce relativement à des faits générateurs spécifiques - l'information publique défectueuse et les abus de marché -, parce qu'ils portent atteinte au marché lui-même et sont susceptibles de léser l'ensemble des investisseurs. C'est peu dire en effet que la responsabilité civile ne trouve alors pas naturellement à s'appliquer. A sa logique individuelle, s'oppose frontalement celle du marché boursier qui, plus que collective, est multilatérale, et la soumet à rude épreuve en la plaçant face à une forme d'échanges inconnue : des échanges résultant d'une confrontation multilatérale, effectués selon un processus de marché anonyme et à un prix fixé par le marché, et ce sur des marchés profondément instables et risqués.

La responsabilité civile en ressort profondément secouée : non seulement le marché rend le préjudice diffus, incertain et délicat à évaluer, mais il la soumet à un profond dilemme autour d'une *summa divisio* entre un préjudice, classique, d'altération de la décision et un préjudice, spécifique aux marchés financiers, d'altération du marché. Le constat est alors sans appel : la responsabilité civile apparaît inadaptée au marché boursier. La question relève alors d'un véritable choix de politique juridique : le droit commun doit-il être aménagé pour faire face aux défis que lui pose le particularisme des marchés boursiers ?

Pour y répondre, nous avons, d'abord, naturellement eu recours au droit comparé et étudié *de lege lata* comment la responsabilité civile avait été aménagée, en la matière, en France et dans d'autres systèmes juridiques (les Etats-Unis, l'Allemagne et le Royaume-Uni). L'on s'aperçoit alors que c'est l'information publique défectueuse qui suscite partout l'essentiel de

l'intérêt, aussi bien en droit positif qu'en doctrine, et non l'opération d'initié ou la manipulation de cours.

S'agissant donc de l'information publique défectueuse, il en ressort plusieurs enseignements. Premièrement, les modalités de l'aménagement sont variées : aux Etats-Unis comme en France, c'est le juge qui est à l'origine de l'aménagement, mais il a privilégié dans le premier Etat la réparation d'une altération de cours, à l'aide d'expertises, alors qu'il a consacré l'altération de la décision dans le second ; en Allemagne comme au Royaume-Uni, c'est le législateur qui est intervenu en instaurant un régime spécial centré pour l'essentiel sur l'altération de la décision.

Deuxièmement et surtout, malgré la diversité des choix opérés, aucun de ces systèmes juridiques n'est en fait parvenu à un point d'équilibre. Aux Etats-Unis, qui pour beaucoup font figure de modèle, la théorie de la fraude sur le marché, qui constitue le fondement des actions collectives boursières, est unanimement critiquée pour son manque d'efficacité et les abus qu'elle engendre ; la contestation est arrivée à un point tel que la Cour suprême elle-même songe désormais à remettre en cause cette théorie. En France, c'est le choix d'un préjudice singulier, une altération abstraite de la décision consistant dans une atteinte à la faculté d'arbitrer de l'investisseur, qui a été opéré, ce qui suscite de nombreuses critiques, au regard du caractère arbitraire, voire inconsistant, de ce préjudice qui, tel un préjudice moral, ne peut être indemnisé que forfaitairement. Dans ces deux Etats, l'objectif de dissuasion semble en outre prévaloir sur celui de réparation. Enfin, en Allemagne comme au Royaume-Uni, le législateur a en réalité fait preuve d'une grande hypocrisie, en mettant sur pied des régimes spéciaux « *alibis* » qu'il a délibérément privés de toute effectivité, en s'abstenant de poser la moindre présomption facilitant la tâche probatoire de l'investisseur, de sorte qu'aucune indemnisation n'a encore eu lieu. Le but est en vérité de susciter une illusion trompeuse de protection chez les investisseurs.

S'agissant de l'opération d'initié et de la manipulation de cours, le constat est encore plus décevant. La manipulation de cours est pour l'essentiel délaissée, hormis aux Etats-Unis où elle a pu être indemnisée dans quelques décisions dans le cadre de la théorie de la fraude sur le marché. L'opération d'initié suscite plus d'intérêt doctrinal, mais ne donne également pas lieu à indemnisation. Les Etats-Unis font toutefois figure d'exception puisque le législateur a adopté un régime spécial en la matière qui prévoit l'indemnisation des investisseurs ayant réalisé des transactions de manière contemporaine et dans le sens opposé à celles de l'initié ;

il faut reconnaître que ce régime n'aboutit toutefois qu'à une indemnisation particulièrement approximative et à des fins essentiellement dissuasives. En France, le juge a admis théoriquement la réparation d'un préjudice d'altération de cours, mais n'a à ce jour procédé à aucune indemnisation, faute pour les opérations d'initié d'avoir généralement un quelconque effet sur le cours.

En tout état de cause, l'on constate bien qu'à défaut d'un volontarisme, jurisprudentiel ou légal, la responsabilité civile ne trouve pas naturellement à s'appliquer sur le marché boursier.

Ainsi, il nous fallait, ensuite, déterminer *de lege ferenda* le choix de politique juridique à opérer en droit français et les moyens de le mettre en œuvre. Ce choix devait tenir compte du particularisme du marché boursier, de la dimension collective de la responsabilité civile – d'où l'apport des travaux issus de l'analyse économique du droit -, et surtout des finalités que nous poursuivions. Nous avons clairement décidé à cet égard de ne conférer à la fonction dissuasive de la responsabilité civile qu'un caractère subsidiaire, la dissuasion nous apparaissant mieux assurée par le droit répressif et l'idée de peine privée guère respectueuse du principe de légalité des délits et des peines. Il en résultait que notre choix devait être guidé par les finalités suivantes : la fonction réparatrice de la responsabilité civile, et les fonctions du droit financier de bon fonctionnement du marché et de protection des investisseurs, ce qui nécessitait notamment de responsabiliser lesdits investisseurs sur des marchés intrinsèquement risqués. A partir de là, nous avons opéré ce choix en distinguant les faits générateurs : d'un côté, l'information publique défectueuse ; de l'autre, l'intervention frauduleuse sur le marché, soit par une manipulation de cours soit par une opération d'initié.

S'agissant de l'information publique défectueuse, qui est conceptuellement la plus facile à appréhender et peut ainsi servir en quelque sorte de modèle pour les autres faits générateurs, elle doit être distinguée selon son auteur. Lorsqu'elle émane classiquement de l'émetteur, il est assez peu vraisemblable qu'elle ait influencé la décision des petits investisseurs, de sorte que nous avons rejeté d'emblée tant l'idée d'instaurer une présomption d'altération de la décision que l'altération abstraite de la décision consacrée en droit français, qui risqueraient en outre de déresponsabiliser l'investisseur, en le dispensant de l'aléa boursier. Nous avons écarté également le préjudice d'altération de cours, trop incertain dans sa caractérisation et son évaluation, et déjà réparé par le marché à travers la diversification. S'impose alors l'idée que seul doit être réparé le préjudice prouvé d'altération de la décision, ce que confirme une analyse détaillée de la légitimité et de la nécessité de l'indemnisation pour chaque catégorie

d'investisseurs, tenant compte de leur comportement et de leur diversification. Les investisseurs ayant subi un tel préjudice seront, pour l'essentiel, des investisseurs institutionnels et sophistiqués qui, se fondant sur une analyse informationnelle et une politique d'investissement, seront généralement en mesure d'apporter la preuve de l'altération de leur décision, de sorte qu'aucun aménagement de la responsabilité civile n'apparaît nécessaire.

Cette limitation de l'indemnisation vaut également pour l'information émanant des agences de notation et des analystes financiers. En effet, les opinions prévisionnelles qu'ils émettent sont certes fondées sur une analyse méthodologique des faits et, prenant la forme soit d'une notation de crédit soit d'une recommandation d'investissement, bien plus susceptibles d'influencer la décision des investisseurs. Toutefois, en raison des difficultés probatoires, seul un régime profondément dérogatoire au droit commun serait à même de leur assurer une réparation ; or, un tel régime, comprenant notamment des présomptions de causalité, irait à l'encontre de la responsabilisation des investisseurs et du bon fonctionnement du marché, en affaiblissant leur mission d'intermédiation informationnelle publique.

S'agissant de l'intervention frauduleuse sur le marché, nous concluons également à une nécessaire limitation de l'indemnisation au préjudice prouvé de l'altération de la décision. En effet, manipulation de cours et opération d'initié sont, comme l'information publique défectueuse, susceptibles de causer des préjudices d'altération de la décision et de cours qui, pour les mêmes raisons, doivent être rejetées. Elles peuvent également causer des préjudices d'altération du carnet d'ordres en ce qu'elles se traduisent par la passation d'ordres ; ces préjudices sont toutefois bien trop diffus pour qu'on puisse espérer les réparer.

En définitive, la responsabilité civile sur le marché boursier doit être limitée au préjudice prouvé d'altération de la décision tant en matière d'information publique défectueuse que d'abus de marché. Cette conception restrictive ne nécessite aucun aménagement de la responsabilité civile délictuelle, de sorte que le droit commun doit continuer de s'y appliquer. D'un point de vue substantiel, elle devra être énoncée solennellement par la Cour de cassation dans le cadre d'un arrêt de principe. D'un point de vue procédural, elle ne requiert aucune modification d'importance – ni l'octroi d'un pouvoir d'indemnisation à l'autorité de régulation, ni l'introduction d'une action de groupe en matière financière, ni enfin la création d'une juridiction spécialisée - ; il serait simplement souhaitable que la coopération entre le juge et l'AMF soit renforcée, afin que celui-ci puisse bénéficier de son expertise, notamment au regard de l'appréciation de l'altération de la décision d'un investisseur.

Pour répondre à la question que nous nous étions initialement posée, il nous semble que le particularisme du marché boursier est trop important pour espérer que la responsabilité civile, même au prix d'un aménagement, puisse y jouer un véritable rôle. Il faut accepter que, malgré sa force d'expansion, elle ne soit ici tout simplement pas adaptée et doive se contenter d'une place résiduelle. Il est ainsi inutile d'inventer des préjudices artificiels pour renforcer la dissuasion ou de mettre en place des régimes spéciaux dépourvus d'effectivité afin de faire croire à tort aux investisseurs qu'ils sont protégés par la responsabilité civile. Evitons les errements du droit américain, dont celui-ci ne sait plus vraiment comment se sortir, et l'hypocrisie des droits allemand et anglais, à laquelle nous avons déjà succombé s'agissant de la responsabilité civile des agences de notation. Revenons également sur nos propres erreurs, le préjudice d'altération abstraite de la décision n'étant qu'une chimère à laquelle la jurisprudence française, pourtant soutenue par une partie de la doctrine, s'accroche en désespoir de cause, et acceptons avec sagesse, que faute de responsabilité civile potentiellement effective, il revienne plutôt aux responsabilités pénale et administrative de jouer pleinement leur rôle afin de dissuader et d'éviter précisément la survenance de préjudices au détriment des investisseurs.

BIBLIOGRAPHIE

1 - Ouvrages généraux, traités et manuels

En langue française

- Audit (B.) et Avout (L. d'), *Droit international privé*, Economica, 2013, 7^e éd.
- Bacache-Gibeili (M.), *Traité de droit civil*, t. 5, *Les obligations, La responsabilité civile extracontractuelle*, Economica, coll. Corpus Droit privé, 2016, 3^e éd.
- Bergel (J.-L.), *Théorie générale du droit*, Dalloz, coll. Méthodes du droit, 2012, 5^e éd.
- Bénabent (A.), *Droit des obligations*, LGDJ-Lextenso éd., coll. Domat droit privé, 2014, 14^e éd.
- Bonneau (Th.) et Drummond (F.), *Droit des marchés financiers*, Economica, coll. Corpus Droit privé, 2010, 3^e éd.
- Brun (Ph.), *Responsabilité civile extracontractuelle*, LexisNexis, coll. Manuel, 2014, 3^e éd.
- Cadiet (L.) et Jeuland (E.), *Droit judiciaire privé*, LexisNexis, coll. Manuel, 2013, 8^e éd.
- Cadiet (L.), Normand (J.) et Amrani Mekki (S.), *Théorie générale du procès*, PUF, coll. Thémis droit, 2013, 2^e éd.
- Carbonnier (J.), *Droit civil*, vol. 2, *Les biens, Les obligations*, PUF, coll. Quadrige Manuels, 2004.
- Chapus (R.), *Droit administratif général*, t. 1, Montchrestien, coll. Domat droit public, 2001, 15^e éd.
- Conte (Ph.) et Maistre du Chambon (P.), *La responsabilité civile délictuelle*, PUG, coll. Le droit en plus, 1991.
- Conte (Ph.) et Maistre du Chambon (P.), *Procédure pénale*, A. Colin, coll. U Droit, 2001, 3^e éd.
- Couret (A.), Le Nabasque (H.), Coquelet (M.-L.), Granier (Th.), Poracchia (D.), Raynouard (A.), Reygrobelle (A.) et Robine (D.), *Droit financier*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2012, 2^e éd.
- Cozian (M.), Viandier (A.) et Deboissy (F.), *Droit des sociétés*, LexisNexis, coll. Manuel, 2015, 28^e éd.
- Cuniberti (G.), *Grands systèmes de droit contemporains, Introduction au droit comparé*, LGDJ-Lextenso éd., 2015, 3^e éd.
- David (R.) et Jauffret-Spinozi (C.), *Les grands systèmes de droit contemporains*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2002, 11^e éd.
- Dejean de la Bâtie (N.), *Droit civil français*, Traité d'Aubry et Rau, t. VI-2 (*Responsabilité délictuelle*), dir. A. Ponsard et I. Fadlallah, Litec, 1989, 8e éd.
- Desportes (F.) et Lazerges-Cousquer (L.), *Traité de procédure pénale*, Economica, coll. Corpus Droit Privé, 2013, 3^e éd.
- Didier (P. et Ph.), *Droit commercial*, t. 2, *Les sociétés commerciales*, Economica, coll. Corpus-DroitPrivé, 2011.

- Dreyer (E.), *Droit pénal général*, LexisNexis, coll. Manuel, 2014, 3^e éd.
- Escarra (J. et E.) et Rault (J.), *Traité théorique et pratique de droit commercial, Les sociétés commerciales*, t. 4, *Sociétés par actions*, Sirey, 1959.
- Fabre-Magnan (M.), *Droit des obligations*, vol. 2, *Responsabilité civile et quasi-contrats*, PUF, coll. Thémis, 2013, 3^e éd.
- Fages (B.), *Droit des obligations*, LGDJ-Lextenso éd., 2015, 5^e éd.
- Flour (J.), Aubert (J.-L.) et Savaux (E.), *Les obligations : quasi-contrats, responsabilité délictuelle*, t. 2., *Le fait juridique*, Sirey Dalloz, Coll. Sirey université Droit privé, 2011, 14^e éd.
- Frier (P.-L.) et Petit (J.), *Droit administratif*, LGDJ, coll. Domat droit public, 2014, 9^e éd.
- Ghestin (J.) et Goubeaux (G.), *Traité de droit civil, Introduction générale*, avec la collaboration de M. Fabre-Magnan, LGDJ, 1994, 4^e éd.
- Guinchard (S.), Chainais (C.) et Ferrand (F.), *Procédure civile : droit interne et droit de l'Union européenne*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2014, 32^e éd.
- Guinchard (S.) et al., *Droit processuel : droits fondamentaux du procès*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2015, 8^e éd.
- Guyon (Y.), *Droit des affaires*, t. 1, *Droit commercial général et Sociétés*, Economica, 2003, 12^e éd.
- Héron (J.) et Le Bars (Th.), *Droit judiciaire privé*, LGDJ-Lextenso éd., coll. Domat droit privé, 2015, 6^e éd.
- Jeandidier (W.), *Droit pénal des affaires*, Dalloz, coll. Précis droit privé, 2005, 6^e éd.
- Jeuland (E.), *Droit processuel général*, LGDJ-Lextenso éditions, coll. Domat droit privé, 2014, 4^e éd.
- Lambert-Faivre (Y.) et Leveneur (L.), *Droit des assurances*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2011, 13^e éd.
- Lebreton (G.), *Libertés publiques et droits de l'homme*, Sirey, 2009, 8^e éd.
- Legeais (R.), *Grands systèmes de droit contemporains, Approche comparative*, Litec-LexisNexis, 2008, 2^e éd.
- Le Cannu (P.) et Dondero (B.), *Droit des sociétés*, LGDJ-Lextenso éd., coll. Domat droit privé, 2014, 6e éd.
- Le Tourneau (Ph.), *Droit de la responsabilité et des contrats, régimes d'indemnisation*, Dalloz, coll. Dalloz action, 2014, 10^e éd.
- Maistre du Chambon (P.), Lepage (A.) et Salomon (R.), *Droit pénal des affaires*, LexisNexis, coll. Manuel, 2015, 4^e éd.
- Malaurie (Ph.), Aynès (L.) et Stoffel-Munck (Ph.), *Droit des obligations*, LGDJ-Lextenso éd., 2015, 7^e éd.
- Malinvaud (Ph.), Fenouillet (D.) et Mekki (M.), *Droit des obligations*, LexisNexis, coll. Manuel, 2014, 13^e éd.
- Mazeaud (H.L.J.) et Chabas (F.), *Leçons de droit civil*, t. II, 1^{er} vol., *Obligations : théorie générale*, Montchrestien, 1998, 9^e éd.
- Merle (Ph) et Fauchon (A.), *Droit commercial : sociétés commerciales*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2016, 19e éd.
- Merville (A.-D.), *Droit financier*, Lextenso éd., coll. Gualino, 2015, 2^e éd.

- Poumarède (M.), *Droit des obligations : cours et travaux dirigés*, LGDJ-Lextenso éd., coll. Cours, 2014, 3^e éd.
- Ravarani (G.), *La responsabilité civile des personnes privées et publiques*, Pasicrisie luxembourgeoise, 2014, 3^e éd.
- Ripert (G.) et Roblot (R.), *Traité de droit commercial*, t. 1, vol. 2, *Les sociétés commerciales*, par M. Germain et V. Magnier, LGDJ, 2014, 21^e éd.
- Sailleilles (R.), *Etude sur la théorie générale de l'obligation : d'après le premier projet du Code civil pour l'Empire allemand*, LGDJ, 1925, 3^e éd.
- Savatier (R.), *Traité de la responsabilité civile en droit français civil, administratif, professionnel, procédural*, LGDJ, 1951, 2^e éd.
- Stefani (G.), Levasseur (G.) et Bouloc (B.), *Procédure pénale*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2014, 24^e éd.
- Terré (F.), *Introduction générale au droit*, Dalloz, coll. Précis, 2012, 9^e éd.
- Terré (F.), Simler (Ph.) et Lequette (Y.), *Droit civil : les obligations*, Dalloz, coll. Précis Droit privé, 2013, 11^e éd.
- Viney (G.), *Traité de droit civil, Introduction à la responsabilité*, dir. J. Ghestin, LGDJ, 2008, 3^e éd.
- Viney (G.), Jourdain (P.) et Carval (S.), *Traité de droit civil, Les conditions de la responsabilité*, dir. J. Ghestin, LGDJ-Lextenso éd., 2013, 4^e éd.
- Viney (G.) et Jourdain (P.), *Traité de droit civil, Les effets de la responsabilité*, dir. J. Ghestin, LGDJ-Lextenso éd., 2011, 3^e éd.

En langue étrangère

- Dobbs (D.B.), *The Law of Torts, Hornbook Series, West*, 2000.
- Hazen (T.L.), *The Law of Securities Regulation, Hornbook Series, West*, 2009, 6^e éd.
- Friedenthal (J.H.), Kane (M.K.) & Miller (A.R.), *Civil Procedure, Hornbook Series, West*, 2005, 4^e éd.
- Kane (M.K.), *Civil Procedure in a nutshell, West*, 2013, 7^e éd.
- Kionka (E.J.), *Torts in a nutshell, West*, 2010, 5^e éd.
- Page Keeton (W.), Dobbs (D.B.), Keeton (R.E.) & Owen (D.G.), *Prosser and Keeton On The Law of Torts, West, Hornbook Series*, 2004, 5^e éd.

2 - Ouvrages spéciaux et thèses

En langue française

- Arsouze (Ch.), *Procédures boursières : sanctions et contentieux des sanctions*, préf. P. Le Cannu, Joly éd. Lextenso éd., coll. Pratique des affaires, 2009.
- Association Henri Capitant, G. Cornu, Ph. Malinvaud, M. Cornu, M. Goré et Y. Lequette, *Vocabulaire juridique*, PUF, coll. Quadrige Dicos poche, 2014, 10^e éd.
- Ballot-Léna (A.), *La responsabilité civile en droit des affaires : des régimes spéciaux vers un droit commun*, préf. Ph. Dubois, LGDL, coll. Bibl. dr. pr., t. 493, 2008.

- Benoît-Renaudin (C.), *La responsabilité du préposé*, préf. Ph. Delebecque, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 520, 2010.
- Bénabent (A.), *La chance et le droit*, préf. J. Carbonnier, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 128, 1973.
- Bloch (C.), *La cessation de l'illicite. Recherche sur une fonction méconnue de la responsabilité civile*, préf. R. Bout, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de thèses, vol. 71, 2008.
- Bonfils (Ph.), *La nature juridique de l'action civile*, th. Aix-Marseille III, 2000.
- Bonfils (S.), *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, préf. A.-M. Frison-Roche, LGDJ, coll. Droit et économie, 2005.
- Bouthinon-Dumas (H.), *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier : étude des conditions juridiques de la détermination de la valeur de la société par le marché boursier*, Paris, LGDJ, coll. Droit et Économie, préf. Ph. Didier, 2007.
- Boutonnet (M.), *Le principe de précaution en droit de la responsabilité civile*, préf. C. Thibierge, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 444, 2005.
- Cadiet (L.), *Le préjudice d'agrément*, th. Poitiers, dir. Ph. Remy, 1983.
- Carval (S.), *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*, préf. G. Viney, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 250, 1995.
- Chabas (F.), *L'influence de la pluralité de causes sur le droit à réparation*, préf. H. Mazeaud, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., 1967.
- Chacornac (J.), *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, préf. F. Drummond, Dalloz, 2014.
- Chartier (Y.) et Mestre (J.), *Les sociétés*, PUF, coll. Thémis Les grandes décisions de la jurisprudence, 1988.
- Chartier (Y.), *La réparation du préjudice*, Dalloz, 1996.
- Clerc Renaud (L.), *Du droit commun et des régimes spéciaux en droit extracontractuel de la réparation*, th. Chambéry, dir. Ph. Brun, 2006.
- Clermontel (P.), *Le droit de la communication financière*, préf. N. Molfessis, Joly-Lextenso éd., coll. Pratique des affaires, 2009.
- Conac (P.-H.), *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, préf. Y. Guyon, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 386, 2002.
- Coutant-Lapalus (Ch.), *Le principe de réparation intégrale en droit privé*, préf. F. Pollaud-Dulian, Presses universitaires d'Aix-Marseille, coll. Institut de droit des affaires, 2002.
- Deckert (K.), *La sollicitation publique des investisseurs en droits communautaire, français et allemand*, th. Paris I et Université de Hambourg, dir. D. Carreau et K.J. Hopt, 2009.
- Deffains (B.), Doriat-Duban (M.) et Langlais (E.), *Economie des actions collectives*, PUF, coll. Droit et justice, 2008.
- Deffains (B.) et Langlais (E.), dir., *Analyse économique du droit : principes, méthodes résultats*, De Boeck, coll. Ouvertures économiques, 2009.
- Deffains (B.) et Ferey (S.), *Agir et juger : comment les économistes pensent le droit*, éd. Panthéon-Assas, 2010.
- Deliyannis (J.), *La notion d'acte illicite considéré en sa qualité d'élément de la faute délictuelle*, th. Paris, 1951.

- Dondero (B.), *Les groupements dépourvus de la personnalité juridique en droit privé : contribution à la théorie de la personnalité morale*, préf. H. Le Nabasque, th. PUAM, 2006.
- Dubois (M.), *Responsabilité civile et responsabilité pénale, à la recherche d'une cohérence perdue*, th. Paris 2, dir. Y. Lequette, 2014.
- Ferrand (F.), *Droit privé allemand*, Dalloz, coll. Précis droit privé, 1997.
- Fromont (M.), *Droit allemand des affaires : droit des biens et des obligations, droit commercial et du travail*, Montchrestien, coll. Domat droit privé, 2001.
- Gastaud (J.-P.), *Personnalité morale et droit subjectif : essai sur l'influence du principe de personnalité morale sur la nature et le contenu des droits des membres des groupements personnifiés*, préf. J.-P. Sortais, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 149, 1977.
- Gastinel (H.) et Bernard (E.), *Les marchés boursiers dans le monde. Situation et évolutions*, préf. M. Prada, Montchrestien, 1996.
- Gerry-Vernières (S.), *Les « petites » sources du droit – A propos des sources étatiques non contraignantes*, préf. N. Molfessis, Economica, 2012.
- Grare (C.), *Recherches sur la cohérence de la responsabilité délictuelle : l'influence des fondements de la responsabilité sur la réparation*, préf. Y. Lequette, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de thèses, vol. 45, 2005.
- Guégan-Lécuyer (A.), *Domages de masse et responsabilité civile*, préf. P. Jourdain, avant-propos G. Viney, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 472, 2006.
- Hattab (R.), *De l'obligation de conseil des prestataires de services d'investissement*, préf. M. Storck, Presses Universitaires de Strasbourg, 2006.
- Heuzé (V.), synthèse, *Incertitude et réparation des dommages*, in *Le traitement juridique et judiciaire de l'incertitude*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2008.
- Hoang (P.), *La protection des intérêts des tiers face aux associations : contribution à la notion de contrat-organisation*, préf. P. Didier, éd. Panthéon-Assas, 2002.
- Jamet (V.), *De l'influence du principe de transparence sur la chaîne de régulation de l'information financière*, th. Nice, 2007.
- Jault (A.), *La notion de peine privée*, préf. F. Chabas, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 442, 2005.
- Karyotis (D.), *La notation financière : une nouvelle approche du risque*, préf. F. Veverka, Revue Banque, 1995.
- Larguier (J.) et Conte (Ph.), *Procédure pénale*, Dalloz, coll. Mémentos, 2014, 23^e éd.
- Le Bars (B.), *Les associations de défense d'actionnaires et d'investisseurs*, préf. Y. Guyon, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 392, 2004.
- Lelieur-Fischer (J.), *La règle ne bis in idem : du principe de l'autorité de la chose jugée au principe d'unicité d'action répressive. Etude à la lumière des droits français, allemand et européen*, dir. M. Delmas-Marty, th. Paris I, 2005.
- Lequette (Y.), dir., *Quel avenir pour la responsabilité civile ?*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2015.
- Lécuyer (G.), *Liberté d'expression et responsabilité : étude de droit privé*, préf. L. Cadiet, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de thèses, vol. 56, 2006.
- Loyrette (S.), *Le contentieux des abus de marché : procédure de sanction de l'AMF, information financière, opérations d'initiés, manipulations de cours*, Joly éd., 2007.
- Lucas de Leyssac (C.) et Parléani (G.), *Droit du marché*, PUF, coll. Thémis, 2002, p. 333.

- Mackaay (E.) et Rousseau (S.), *Analyse économique du droit*, Dalloz, coll. Méthodes du droit, 2008, 2^e éd.
- Magnier (V.), dir., *L'opportunité d'une action de groupe en droit des sociétés*, Université de Picardie, Centre de droit privé et de sciences criminelles, PUF, coll. CEPRISCA, 2004.
- Maitre (G.), *La responsabilité civile à l'épreuve de l'analyse économique du droit*, préf. H. Muir-Watt, LGDJ, coll. Droit et économie, 2005.
- Malaurie-Vignal (M.), *Droit de la concurrence interne et européen*, Sirey Dalloz, coll. Sirey Université, 2011, 5^e éd.
- Martin (D.), Dezeuze (E.) et Bouaziz (F.), en collaboration avec Françon (M.), *Les abus de marché : manquements administratifs et infractions pénales*, LexisNexis, coll. Droit & Professionnels, 2013.
- Mathey (N.), *Recherches sur la personnalité morale en droit privé*, th. Paris II, dir. L. Leveneur, 2001.
- Mauclair (S.), *Recherche sur l'articulation entre le droit commun et le droit spécial en droit de la responsabilité civile extracontractuelle*, Fondation Varenne, Collection des Thèses, vol. 64, 2013.
- Merville (A.-D.), *La spéculation en droit privé*, th. Paris I, dir. Y. Guyon, 2001.
- Messaï-Bahri (S.), *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, préf. P. Le Cannu, IRJS éd., coll. Bibliothèque de l'Institut André Tunc, t. 18, 2009.
- Michoud (L.), *La théorie de la personnalité morale et son application en droit français*, 2^e partie, *La vie des personnes morales, leur suppression et ses conséquences*, par L. Troabas, LGDJ, 2^e éd, 1924.
- Mill (J.S.), *De la liberté*, trad. L. Lenglet (à partir trad. D. White), préf. P. Bouretz, Folio essais, Gallimard, 1990.
- Morel (P.), *L'utilisation en bourse d'informations privilégiées - Évolution conceptuelle*, th. Paris I, dir. A. Tunc, 1984.
- Moréteau (O.) et Séjean (M.), *Principes du droit européen de la responsabilité civile*, coll. Droit privé comparé et européen, Société de législation comparée, 2011.
- Muller (A.-C.), *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préf. H. Synvet, Economica, coll. Recherches juridiques, vol. 16, 2007.
- Neyret (L.), *Atteinte au vivant et responsabilité civile*, préf. C. Thibierge, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 468, 2006.
- Ohl (D.), *Droit des sociétés cotées : accès aux marchés, valeurs mobilières cotées, offres publiques, abus de marché*, Litec, coll. LitecProfessionnels Droit des sociétés, 2008, 3^e éd.
- Oppetit (B.), *Les rapports des personnes morales et de leurs membres*, th. Paris, 1963.
- Peltier (F.), *Marchés financiers et droit commun*, RB éd., 1997.
- Pagnucco (J.-C.), *L'action sociale ut singuli et ut universi en droit des groupements*, préf. F. Deboissy, Fondation Varenne, LGDJ, coll. Collection des Thèses, n° 4, 2006.
- Perroud (Th.), *La fonction contentieuse des autorités de régulation en France et au Royaume-Uni*, préf. G. Marcou et J.F. McEldowney, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de thèses, t. 127, 2013.
- Pietrancosta (A.), *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, th. Paris I, dir. Y. Guyon, 1999, éd. Transactive (CD-Rom), 2000.

- Pichard (M.), *Le droit à : étude de législation française*, préf. M. Gobert, Economica, coll. Recherches juridiques, 2006.
- Pinna (A.), *La mesure du préjudice contractuel*, préf. P.Y. Gautier, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 491, 2007.
- Pradel (X.), *Le préjudice dans le droit civil de la responsabilité*, préf. P. Jourdain, avant-propos J.-L. Beaudouin et P. Deslauriers, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 415, 2004.
- Puech (M.), *L'illicéité dans la responsabilité civile extracontractuelle*, préf. A. Rieg, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 129, 1973.
- Quézel-Ambrunaz (Ch.), *Essai sur la causalité en droit de la responsabilité civile*, préf. Ph. Brun, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de thèses, 2010.
- Redenius-Hoevermann (J.), *La responsabilité des dirigeants dans les sociétés anonymes en droit français et droit allemand*, préf. M. Germain, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 517, 2010.
- Reiss (L.), *Le juge et le préjudice : étude comparée de droit français et anglais*, préf. Ph. Delebecque, PUAM, Institut de Droit des Affaires, 2003.
- Renucci (J.-F.), *Traité de droit européen des droits de l'homme*, LGDJ, 2007.
- Riassetto (I.), *Les garanties des contrats à terme négociés sur le Matif*, th. Strasbourg, dir. D. Schmidt, 1999.
- Riassetto (I.), *Responsabilité du gestionnaire de portefeuille*, éd. Francis Lefebvre, 2014.
- Ripert (G.), *La règle morale dans les obligations civiles*, LGDJ, 1949.
- Rouaud (A.-C.), *Contribution à l'étude de l'opération de marché – Étude de droit des marchés financiers*, préf. J.-J. Daigre, IRJS éd., coll. Bibliothèque de l'institut André Tunc, t. 26, 2010.
- Royer (G.), *L'efficience en droit pénal économique : étude de droit positif à la lumière de l'analyse économique du droit*, préf. G. Canivet et F. Stasiak, LGDJ, coll. Dr. et écon., 2009.
- Roujou de Boubée (M.-E.), *Essai sur la notion de réparation*, préf. P. Hébraud, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 135, 1974.
- Salas (D.), *La volonté de punir : essai sur le populisme pénal*, Fayard, 2012.
- Sergakis (K.), *La transparence des sociétés cotées en droit européen*, préf. J.-J. Daigre, IRJS éd., coll. Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, t. 41, 2013.
- Sibony (A.-L.), *Le juge et le raisonnement économique en droit de la concurrence*, dir. G. Canivet et B. Vesterdorf, LGDJ, coll. Droit et économie, 2008.
- Sintez (C.), *La fonction préventive en droit de la responsabilité civile. Contribution à la théorie de l'interprétation et de la mise en effet des normes*, préf. C. Thibierge et P. Noreau, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de thèses, vol. 110, 2011.
- Sotiropoulou (A.), *Les obligations d'information des sociétés cotées en droit de l'Union européenne*, préf. A. Couret et A. Prüm, Larcier, coll. de la Faculté de droit, d'économie et de finance de l'Université du Luxembourg, 2012.
- Spitz (N.), *La réparation des préjudices boursiers*, préf. A. Pietrancosta, RB éd., coll. Droit fiscalité, 2010.
- Starck (B.), *Essai d'une théorie générale de la responsabilité civile considérée dans sa double fonction de garantie et de peine privée*, th. Paris, 1947.
- Tehrani (A.), *Les investisseurs protégés en droit financier*, préf. Th. Bonneau, LexisNexis, Bibliothèque de droit de l'entreprise, 2015.
- Temple (H.), *Les sociétés de fait*, préf. J. Calais-Auloy, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 141, 1975.

Touffait (A.), avec le concours de J. Robin, A. Audureau et J. Lacoste, *Délits et sanctions dans les sociétés*, Sirey, 1973, 2^e éd.

Traullé (J.), *L'éviction de l'article 1382 du Code civil en matière extracontractuelle*, préf. P. Jourdain, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 477, 2007.

Vignon-Barrault (A.), *Intention et responsabilité civile*, préf. D. Mazeaud, PUAM, 2004.

Viney (G.), *Le déclin de la responsabilité individuelle*, préf. A. Tunc, LGDJ, coll. Bibl. dr. pr., t. 53, 1965.

En langue étrangère

Berle (A.A.) & Means (G.C.), *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace and World, 1932.

Calabresi (G.), *The Cost of Accidents: A Legal and Economic Analysis*, Yale University Press, 1970.

Coffee, Jr. (J.-C.), *Gatekeepers: The Role of the Professions in Corporate Governance*, Clarendon Lectures in Management Studies, Oxford University Press, 2006.

Deakin (S.F.), Johnston (A.) & Markesinis (B.S.), *Markesinis and Deakin's tort law*, Oxford University Press, 2008, 6^e éd.

Fischel (D.R.) & Easterbrook (F.), *Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991.

Hayek (F.A.), *The Constitution of Liberty*, University of Chicago Press, 1960.

Hellgardt (A.), *Kapitalmarktdelikttsrecht. Haftung von Emittenten, Bietern, Organwaltern und Marktintermediären – Grundlagen, Systematik, Einzelfragen*, Mohr Siebeck, 2008.

Kripke (H.), *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation In Search of a Purpose*, 1979.

Manne (H.G.), *Insider Trading and the Stock Market*, Free Press, 1966.

Palmiter (A.R.), *Securities Regulation: Examples & Explanations*, Wolter Kluwer, Law and Business, 2011, 5^e éd.

Posner (R.A.), *Economic Analysis of Law*, 2003, 6^e éd.

Wang (W.K.S.) & Steinberg (M.I.), *Insider Trading*, Oxford University Press, 2010, 3e éd.

3 - Rapports, projets, propositions

En langue française

AMF, rapport du groupe de travail présidé par Jean de Demandolx Dedons, *Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante sur le marché français*, 2005.

AMF, rapport 2009 sur les agences de notation, 9. juill. 2010.

AMF, rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs émis par le groupe de travail présidé par Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux le 25 janvier 2011.

AMF, rapport annuel pour 2012.

AMF, rapport 2012 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 11 oct. 2012.

AMF, rapport 2013 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, 10 oct. 2013.

AMF, rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel, groupe de travail présidé par Claude Noquet, présidente de la Commission des sanctions de l'AMF, publié le 3 octobre 2013.

AMF, rapport annuel pour 2013.

AMF, *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché – Proposition de réforme*, rapport du groupe de travail de l'AMF, 19 mai 2015 : P.-H. Conac, *Rev. sociétés*, 2015, p. 747.

Béteille (L.), proposition de loi portant réforme de la responsabilité civile, déposée au Sénat le 9 juillet 2010, session extraordinaire de 2009-2010, n° 657.

Célérité et qualité de la justice – la gestion du temps dans le procès, présidé par Jean-Claude Magendie, La Documentation française, collection des rapports officiels, sept. 2004.

Club des juristes, rapport, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, présidé par A. Lévy-Lang et D. Tricot.

Club des juristes, rapport, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes (CEDH, CJUE, Conseil constitutionnel)*, mai 2015 : Bull. Joly Bourse, sept. 2015, n° 9, p. 359, interview de M. Didier Martin.

Catala (P.), dir., *Avant-projet de réforme du droit des obligations et de la prescription*, La Documentation française, 2006.

Groupe de recherche européen sur la responsabilité civile et l'assurance (GRERCA), *Le droit français de la responsabilité civile confronté aux projets européens d'harmonisation*, IRJS éd., coll. Bibliothèque de l'Institut de recherche juridique de la Sorbonne - André Tunc, t. 36, 2012.

La dépenalisation de la vie des affaires, groupe de travail présidé par Jean-Marie Coulon, rapport au Garde des Sceaux, ministre de la Justice, La Documentation française, collection des rapports officiels, févr. 2008.

Rapport de la Commission pour la libéralisation de la croissance française, sous la présidence de Jacques Attali, XO Editions : La Documentation française, janv. 2008.

Rapport du groupe de Larosière, 25 févr. 2009.

Rapport du Conseil de la stabilité financière du 20 octobre 2010, intitulé « *Principles for Reducing Reliance on CRA ratings* ».

Rapport n° 598 fait au Sénat au nom de la mission commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation, par F. Espagnac et A. de Montesquiou, juin 2012.

Terré (F.), dir., *Pour une réforme du droit de la responsabilité civile*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2011.

En langue étrangère

Davies Review of Issuer Liability – Liability for misstatements to the market: A discussion paper by Professor Paul Davies QC, mars 2007.

Davies Review of Issuer Liability: Final Report by Professor Paul Davies QC, juin 2007.

ESMA, Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive, ESMA/2013/619, 30 mai 2013.

HM Treasury, Consultation Paper (« Extension of the Statutory Regime for Issuer Liability »), juin 2008.

HM Treasury, Extension of the statutory regime for issuer liability: a response to consultation, mars 2010.

OICV-IOSCO, report on analyst conflicts of interest, sept. 2003, disponible sur le site de l'IOSCO.

SEC, Study Regarding Financial Literacy Among Investors by the Staff of the U.S. Securities and Exchange Commission vii-viii (2012), disponible sur <http://www.sec.gov/news/studies/2012/917-financial-literacy-study-part1.pdf>.

SEC, Study on the Cross-Border Scope of the Private Right of Action Under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934, as Required by Section 929Y of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, avr. 2012.

World Bank, Financial Sector Operations and Policy, Institutional Foundations for Financial Markets, 2006.

4 - Répertoires, recueils et dictionnaires**En langue française**

JurisClasseur Civil Code

Vermelle (G.), art. 1382 à 1386, fasc. 448, *Sociétés de bourse – Prestataires de services d'investissement*.

JurisClasseur Libertés

Wachsmann (P.), *Liberté d'expression*, fasc. 800.

JurisClasseur Sociétés

Monnet (J.), *Assurances de responsabilité – Dirigeants sociaux*, fasc. n° 132-15.

JurisClasseur Québec

Rousseau (S.), *Régimes de responsabilité civile : divulgation sur les marchés primaire et secondaire, Valeurs mobilières*, fasc. 13.

Lamy Assurances

Kullmann (J.) *et al.*, 2010.

Lamy Droit du financement

Devèze (J.) *et al.*, *Obligations déontologiques et responsabilité civile des intermédiaires*, 2015.

Répertoire Sociétés Dalloz

Paclot (Y.), *Autorité des marchés financiers*, avr. 2008.

En langue étrangère

Black's Law Dictionary, 2004, 8^e éd.

5 - Articles et chroniques**En langue française**

Abras (J.), *L'exigence d'une faute séparable des fonctions entendue restrictivement : présent offert aux dirigeants ou nécessité ?*, JCP E, 2008, 1912.

Aguila (Y.), *De l'intérêt d'inscrire dans le Code civil le principe de la réparation du préjudice écologique*, JCP, 2012, p. 531.

Alamovitch (S.), *De la rumeur à la manipulation : la diffusion de fausses informations*, MTF, oct. 1995, n° 74, p. 13.

Allain (E.), *Le rôle punitif de l'Autorité des marchés financiers – brève présentation*, in *Particularités du droit pénal des marchés financiers*, AJ pénal, févr. 2011

Amadou (S.), *Bourses d'hier et de demain. Brèves réflexions sur l'évolution des incertitudes sémantiques et juridiques relatives à la notion de « marché »*, in *Mélanges AEDBF-France I*, RB éd., 1997, p. 13.

Ancel (M.-E.), *La portée dans l'espace de la notation*, in *La notation d'entreprises*, dir. G. Virassamy, L'Harmattan, 2010, p. 92.

Ancel (P.), *Les conceptions générales de la matière : rôles respectifs de la loi et du juge en matière de responsabilité civile, responsabilité délictuelle et responsabilité contractuelle*, séminaire de Chambéry des 20 et 21 mars 2009, disponible sur le site du GRERCA.

Ancel (P.), *Le rôle respectif de la loi et du juge dans les projets européens*, séminaire de Chambéry des 20 et 21 mars 2009, disponible sur le site du GRERCA.

Ahrel (P.), *Action de groupe et autres dispositions « concurrence » de la loi « Consommation »*, JCP E, 2014, act. 184.

Arsouze (Ch.) et Ledoux (P.), *L'indemnisation des victimes d'infractions boursières*, Bull. Joly Bourse, 2006, n° 4, p. 399.

Aubert (J.-L.), *La victime peut-elle être obligée de minimiser son dommage ?*, RFD. adm., 2004, p. 355.

Auby (J.-B.), *A propos des agences de notation*, Dr. adm., oct. 2011, repère 9.

Auzero (G.), *L'application de la notion de faute personnelle détachable des fonctions en droit privé*, D. aff., 1998, p. 502.

Avout (L. d') et Pisani (H.), *La France laissera-t-elle son contentieux d'affaires partir à l'étranger ?*, Les Echos des 20/21 novembre 2009, p. 27.

Aynès (L.), *Quelques données juridiques*, in *conférence Cour de cassation, Risque, assurances, responsabilité, La réparation du préjudice économique*, 26 avr. 2007, p. 2.

Bacache-Gibeili (M.), *La réparation de la perte de chance : quelles limites ?*, D., 2013, p. 619.

Bacache-Gibeili (M.), *Domaine de l'action de groupe quant aux préjudices subis*, Gaz. Pal., 16 mai 2013, n° 136, p. 19.

- Bacache-Gibeili (M.), *Introduction de l'action de groupe en droit français – A propos de la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014*, JCP G, 2014, 377.
- Barbièri (J.-F.), *Responsabilité de la personne morale ou responsabilité de ses dirigeants ? La responsabilité personnelle à la dérive*, in *Aspects actuels du droit des affaires : mélanges en l'honneur de Yves Guyon*, Dalloz, 2003, p. 41.
- Barbièri (J.-F.), *Quelques observations sur le fondement, la nature et le domaine de la responsabilité civile des commissaires aux comptes*, Bull. Joly Sociétés, mai 2004, n° 5, p. 617.
- Barthez (A.-S.), *Contre l'autonomisation de la responsabilité civile délictuelle en matière de dol*, RDC, 1^{er} juill. 2013, p. 1155.
- Beaubrun (M.), *La déontologie des entreprises de notation*, in *La notation d'entreprises*, dir. G. Virassamy, L'Harmattan, 2010, p. 19.
- Behar-Touchais (M.), *L'amende civile est-elle un substitut satisfaisant à l'absence de dommages et intérêts punitifs ?*, in *colloque Paris V, Faut-il moraliser le droit français du dommage ?*, dir. M. Behar-Touchais, LPA, 20 nov. 2002, n° spécial, p. 36.
- Bélot (F.), *Pour une reconnaissance de la notion de préjudice économique en droit français*, LPA, 2005, n° 258, p. 8.
- Bélot (F.), *L'évaluation du préjudice économique*, D., 2007, p. 1681.
- Berg (O.), *Le dommage objectif*, in *Etudes offertes à Geneviève Viney : Liber amicorum*, LGDJ-Lextenso éd., 2008.
- Bézar (P.), in *L'expert face à la faute de gestion*, colloque du 6 mai 1999 à la Cour de cassation, RJ com., n° spécial, sept. 2000, p. 83.
- Bissara (Ph.), *Corporate governance, loi NRE et redéfinition de la faute civile des dirigeants : le point de vue du dirigeant d'entreprise*, in *La responsabilité civile des dirigeants*, Rev. sociétés, 2003, p. 210.
- Bissara (Ph.), *Le gouvernement d'entreprise en France : faut-il légiférer et de quelle manière ?*, Rev. sociétés, 2003, p. 51.
- Bissara (Ph.), *Analystes financiers et agences de notation*, Bull. Joly Bourse, 2004, n° 1, p. 11.
- Bollée (S.), *La concurrence des justices nationales*, in *L'efficacité économique du droit*, Economica, 2010, p. 121.
- Bompoint (D.), *L'influence des décisions de sanction de l'AMF sur la réparation civile du préjudice*, in *colloque L'influence des autorités administratives sur la réparation des préjudices*, RDBF, juill. 2012, n° 4, dossier 34.
- Bonneau (Th.), *Marchés réglementés, système de négociation multilatérale et système internalisé de négociation*, Dr. sociétés, avr. 2003, n° 78.
- Bonneau (Th.), rapport de synthèse, in *La notation d'entreprises*, dir. G. Virassamy, L'Harmattan, 2010, p. 204.
- Bonneau (Th.), *Coup de projecteur sur les agences de notation*, JCP E, n° 46, 17 nov. 2011, act. 601.
- Bonneau (Th.), *Agence de notation, Renforcement du dispositif*, RDBF, mars-avr. 2012, comm. n° 72.
- Bonneau (Th.), conclusion, in *colloque L'influence des autorités administratives sur la réparation des préjudices*, RDBF, juill. 2012, n° 4, dossier 36.

- Bonneau (Th.), *Modifications de la directive du 15 décembre 2004*, RDBF, janv. 2014, n° 1, comm. 33.
- Bonneau (Th.), *Haro sur le cumul des poursuites administrative et pénale*, Bull. Joly Bourse, mai 2015, n° 5, p. 204.
- Boulan (F.), *Le double visage de l'action civile exercée devant la juridiction répressive*, JCP, 1973, II, 2563.
- Boré (J.), *L'indemnisation pour les chances perdues : une forme d'appréciation quantitative de la causalité d'un fait dommageable*, JCP, 1974, I, 2620.
- Boré (L.), *Pour l'introduction d'une action de groupe dans le nouveau Code de procédure civile*, in *Le nouveau Code de procédure civile (1975-2005)*, dir. J. Foyer et C. Puigelier, Economica, 2006, p. 131.
- Boré (L.), *Le projet d'action de groupe : action mort-née ou premier pas ?*, Gaz. Pal., 16 mai 2013, n° 136, p. 29.
- Borghetti (J.-S.), *Les intérêts protégés et l'étendue des préjudices réparables en droit de la responsabilité civile extra-contractuelle*, in *Etudes offertes à Geneviève Viney : Liber amocorum*, LGDJ-Lextenso éd., 2008, p. 145.
- Bornet (J.-P.), *La notion de marché dans la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers – « MIF » - du 21 avril 2004*, in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, Joly Editions, 2005, p. 77.
- Briard (J.-F.), *Les agences de notation de crédit*, JCP E, n° 27, 7 juill. 2011, 1524.
- Brière de l'Isle (G.), *La faute intentionnelle*, D., 1973, chron. 259
- Brière de l'Isle (G.), *La faute dolosive*, D., 1980, chron. 133.
- Brochier (M.), *La « transaction de groupe » - Les particularités de la transaction dans l'action de groupe*, JCP E, 4 déc. 2014, n° 49, 1622.
- Bronner (R.), *La définition du délit d'initié dans la loi pénale française*, Gaz. Pal., 11 janv. 1994, p. 12.
- Broussolle (Y.), *Les principales dispositions du règlement n° 4462/2013 du Parlment européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit*, Bull. Joly Bourse, 2013, n° 10, p. 477.
- Brunengo-Basso (S.), *L'investissement socialement responsable et le risque de recours collectif des investisseurs*, Bull. Joly Bourse, sept. 2014, n° 9, p. 456.
- Bussani (M.), *La responsabilité des agences de notation de crédit : brèves remarques sur un enjeu global*, RID comp., 2-2013, p. 1.
- Caballero (F.), *Plaidons par procureur ! De l'archaïsme procédural à l'action de de groupe*, RTD civ., 1985, p. 247.
- Cadiet (L.), *Les métamorphoses du préjudice*, in *Les métamorphoses de la responsabilité*, PUF, 1998, p. 37.
- Cadiet (L.), *Sur les faits et les méfaits de l'idéologie de la réparation*, in *Le juge entre deux millénaires : mélanges offerts à Pierre Drai*, Dalloz, 2000, p. 495.
- Canenbley (C.), Saint Esteben (R.) et Riffault-Silk (J.), *La réparation du préjudice économique né d'une pratique anticoncurrentielle*, in *Les limites de la réparation du préjudice*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2009, p. 293.

- Canivet (G.) et Molfessis (N.), *La politique jurisprudentielle, in Mélanges en l'honneur de Jacques Boré, la création du droit jurisprudentiel*, Dalloz, 2007, p. 79.
- Cardonnel (P.), *Actions en dommages-intérêts, infractions, recours collectifs, propositions de la Commission*, Concurrences, 2013, n° 3, p. 139.
- Carval (S.), *La réparation du dommage concurrentiel dans le droit français de la responsabilité : le point de vue d'un civiliste*, Concurrences, 2014, n° 2, p. 52.
- Chabas (F.), *Cent ans de responsabilité civile*, Gaz. Pal. 23-24 août 2000, 2.
- Chabert (P.-Y.), *in colloque La gouvernance dans les sociétés anonymes, un bouclier pour les dirigeants*, dir. Y. Paclot, Rev. Lamy dr. aff., 2009, n° 41, supplément.
- Chacornac (J.), *Le modèle français de répression des abus de marché face au principe non bis in idem et autres droits fondamentaux : passé, présent et avenir*, RISF, 2015, n°1, p. 9.
- Chagny (M.), *La place des dommages et intérêts dans le contentieux des pratiques anti-concurrentielles*, Rev. Lamy Droit de la concurrence, août-oct. 2005, n° 4, p. 186.
- Chagny (M.), *La notion de dommages-intérêts punitifs et ses répercussions sur le droit de la concurrence*, JCP G, 2006, I, 149.
- Chagny (M.), *La proposition de directive relative aux actions en dommages-intérêts pour pratiques anticoncurrentielles : changements en vue en droit français de la concurrence, ...de la procédure et de la responsabilité civile ?*, D., 2013, p. 2532.
- Chaput (Y.), *Contrôle et responsabilité de la notation financière : les agences de rating en droit français*, RIDC, 2-2006, p. 497.
- Chartier (Y.), *La date de l'évaluation du préjudice, in Le préjudice : Questions choisies*, RCA, mai 1998, p. 24.
- Chemin-Bompen (D.), *Un règlement européen sur les agences de notation de crédit*, RLDA, janv. 2010, p. 37, n° 45.
- Chesné (G.), *L'exercice ut singuli de l'action sociale dans la société anonyme*, RTD com., 1962, p. 347.
- Cholet (D.), *La distinction des parties et des tiers appliquée aux associés*, D., 2004, p. 1141.
- Choné-Grimaldi (A.-S.) et Raschel (L.), *L'action de groupe à la française : tout vient à point à qui sait attendre !*, RCA, mai 2014, n° 5, étude 4.
- Choné-Grimaldi (A.-S.) et Raschel (L.), *Le décret relatif à l'action de groupe : entre espoir et inquiétude*, RCA, nov. 2014, n° 11, étude 9.
- Claudiel (E.), *La procédure d'action de groupe explicitée*, RTD com., 2015, p. 81.
- Clerc (Ch.), *La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations*, RTDF, 2007, n° 1, p. 31.
- Clédat (X.), *Agences de notation : de la délicate mise en œuvre de leur responsabilité civile*, Rev. Lamy dr. civ., 2012, n° 96, p. 61.
- Cohen (E.), *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.
- Cohen (D.), *La responsabilité civile des dirigeants sociaux en droit international privé*, Rev. crit. DIP, 2003, p. 585.
- Cohen (D.), *Contentieux d'affaires et abus de forum shopping*, D., 2010, p. 975.

- Cohen-Branche (M.), *L'action du médiateur de l'AMF : son rôle, les évolutions*, in colloque *L'influence des autorités administratives sur la réparation des préjudices*, RDBF, juill. 2012, n° 4, dossier 29.
- Cohen-Branche (M.), *Le médiateur de l'AMF pratiquerait-il déjà l'action de groupe ?*, Bull. Joly Bourse, janv. 2013, n° 1, p. 1.
- Cohen-Jonathan (A.) et Haeri (K.), *L'assurance de responsabilité civile des mandataires sociaux de l'entreprise*, Rev. sociétés, 2015, p. 487.
- Clavel (S.), *Faut-il avoir peur du juge américain ?*, 2011, disponible sur le site conventions-s.fr.
- Clavel (S.), *Les mutations de l'office du juge à l'aune du développement des règles de droit international privé supranationales*, in E. Pataut, S. Bollée, L. Cadiet, E. Jeulant (dir.), *Les nouvelles formes de coordination des justices étatiques*, IRJS éd., 2013, p. 57.
- Conac (P.-H.), *L'influence de la loi Sarbanes-Oxley en France*, Rev. sociétés, 2003, p. 839.
- Conac (P.-H.), *Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC)*, Bull. Joly Bourse, févr. 2005, n° 2, p. 99.
- Conac (P.-H.), *La régulation américaine des agences de notation*, in Revue Risques, mars 2005, n° 61, p. 55.
- Conac (P.-H.), *L'autorité de régulation du marché financier américain : la Securities & Exchange Commission (SEC)*, Annales de la régulation, LGDJ, 2006, p. 177.
- 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-juin 2007, n° 3, p. 359.
- Conac (P.-H.), *La responsabilité civile des agences de notation en droit américain et en droit français*, in *Agences de notation, immobilier et contrats publics*, dir. B. du Marais, 1^{re} partie : *Le droit et la note – l'appréciation du droit par les agences de notation*, La Documentation française, 2007, p. 83.
- Conac (P.-H.), *Les analystes et les agences de notation en droit américain*, in *La sécurité financière*, colloque du 3 décembre 2004, dir. J. Monéger, Société de Législation Comparée, 2007, p. 65.
- Constantin (A.), *De quelques aspects de l'assurance de responsabilité civile des dirigeants sociaux*, RJDA, 7/2003, p. 595.
- Constantin (A.), *L'utilité de l'assurance des dirigeants sociaux au regard de la jurisprudence de la Cour de cassation*, in dossier *Assurance de responsabilité des dirigeants*, dir. A. Couret, Bull. Joly Sociétés, 2010, p. 762.
- Cornut (E.), *Forum shopping et abus du choix du for en droit international privé*, JDI, janv. 2007, n° 1, doct. 2, p. 27.
- Couret (A.), *Interrogations autour du préjudice individuel de l'actionnaire*, RJDA, 5/97, p. 391.
- Couret (A.), *Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation*, Rev. sociétés, 2003, p. 765.
- Couret (A.), *Banques d'affaires, analystes financiers et conflits d'intérêts*, D., 2004, p. 335.
- Couret (A.), *Transparence, indépendance de l'opinion et chaîne de sécurité de l'information*, in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, Joly éd., 2005, p. 168.
- Couret (A.), *Propos introductifs*, in dossier *Assurance de responsabilité des dirigeants*, Bull. Joly Sociétés, 2010, n° 9, p. 760.

- Daigre (J.-J.), *De l'inapplicabilité de la responsabilité civile de droit commun aux dirigeants d'une société en redressement ou en liquidation judiciaire*, Rev. sociétés, 1988, p. 199.
- Daigre (J.-J.), *Une nouvelle profession : analyste financier*, RDBF, juill.-août 2002, p. 175.
- Daigre (J.-J.), *La fin des « bourses »*, RDBF, mars-avr. 2003, n° 2, p. 83.
- Daigre (J.-J.), *De la directive de 1993 à celle de 2004 : d'un modèle de marché à un autre*, Banque et droit, juill.-août 2005, n° 102, p. 7.
- 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.), *Evolution de la notion de marché financier*, in *Liber Amicorum Jacques Malherbe*, Bruylant, 2006, p. 233.
- Daigre (J.-J.), *Les systèmes multilatéraux de négociation*, RTDF, 2006, n° 1, p. 119.
- Daigre (J.-J.), *Régulation de l'analyse financière indépendante*, RTDF, 2007, n° 3, p. 141.
- Daigre (J.-J.), *avant-propos*, in *dossier La loi de régulation bancaire et financière, une réponse à la crise*, Bull. Joly Bourse, févr. 2011, n° 2, p. 113.
- Danos (F.), *La réparation du préjudice individuel de l'actionnaire*, RJDA, 5/08, p. 471.
- Deffains (B.) et Stasiak (F.), *Les préjudices résultant des infractions boursières, approche juridique et économique*, in *Le droit au défi de l'économie*, dir. Yves Chaput, Coll. Droit économique, Publications de la Sorbonne 2002, p. 177.
- Defossez (A.), *Nouvelle réglementation relative aux agences de notation*, RTD eur., 2014, p. 264.
- Dejean de la Bâtie (N.), notes sous Cass. 2° civ. 20 déc. 1972, et sous Cass. 2° civ. 13 mai 1969 : JCP, 1970, II, 16470.
- Delmas-Marsalet (J.), entretien, *Protection de l'investisseur : vers une meilleure réparation du préjudice financier*, Bull. Joly Bourse, mars 2013, n° 3, p. 155.
- Denis (F.), *La nouvelle responsabilité civile des agences de notation*, RLDA, 2011, n° 65.
- Descorps-Declère (F.), *Pour une réhabilitation de la responsabilité civile des dirigeants sociaux*, RTD com., 2003, p. 25.
- Dessemontet (F.), *Les opérations d'initiés et le droit civil*, in *La répression des opérations d'initiés : travaux de la Journée d'étude le 19 octobre 1988*, Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, éd. Cedidac, Litec, 1990, p. 127.
- Dezeuze (E.), *La réparation du préjudice devant la juridiction pénale*, Rev. sociétés, 2003, p. 261.
- Didier (Ph.), *Les fonctions de la responsabilité civile des dirigeants sociaux*, in *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque du 16 déc. 2002, dir. R. Vatinet, Rev. sociétés, 2003, p. 238.
- Didier (P.), *Brèves notes sur le contrat-organisation*, in *L'avenir du droit : mélanges en hommage à François Terré*, PUF, Dalloz, éd. du Juris-Classeur, 1999.
- Didier (P.), *La notation financière*, in *La notation d'entreprises*, dir. G. Virassamy, L'Harmattan, 2010, p. 103.
- Dimitrijevic (A.), *La place des agences de notation au sein du système financier*, Revue française de Finances Publiques, 1^{er} févr. 2012, n° 117, p. 187.
- Dondero (B.), Haschke-Dournaux (M.) et Sylvestre (S.), *Les agences de notation*, Actes pratiques et Ingénierie Sociétaire, nov.-déc. 2004, p. 5.

- Douvreleur (O.), *La mise en place d'un nouveau cadre de régulation : les agences de notation*, RTDF, 2010, n° 2, p. 20.
- Dreveau (C.), *Réflexions sur le préjudice collectif*, RTD civ., 2011, p. 249.
- Drummond (F.), *L'information des actionnaires et des investisseurs*, RJ com., 2005, hors-série, in *colloque de l'Association Droit et commerce, Entreprise : l'information et la rumeur*, p. 15.
- Drummond (F.), *Répression des abus de marché v. non bis in idem – Perspectives d'évolution*, in *Mélanges en hommage à Nicole Decoopman : les frontières du droit*, dir. M. Daury-Fauveau, F. Hénot et J. Lefebvre, PUF, coll. Ceprisca, 2014, p. 185.
- Dubois (E.) et Chacornac (J.), *Les limites de l'autorégulation en droit des sociétés*, Bull. Joly Sociétés, 2013, n° 11, p. 758.
- Dubos (J.-F.) et Crépin (F.), *Affaire Vivendi – Quand le juge américain s'érige en défenseur de la souveraineté judiciaire française*, JCP G, 5 sept. 2011, n° 36, doct. 944.
- Ducouloux-Favard (C.), *Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers*, in *Mélanges AEDBF-France*, 1997, p. 177.
- Ducouloux-Favard (C.), *La règle de la faute séparable des fonctions de gestion des sociétés de capitaux est dans la loi*, Dr. sociétés, oct. 2007, p. 7.
- El Ahdab (J.), *La prise en charge financière par la société de la responsabilité de ses dirigeants : vers un modèle américain ?*, Rev. sociétés, 2008, p. 239.
- Fasquelle (D.), *La réparation des dommages causés par les pratiques anticoncurrentielles*, RTD com., 1998, p. 763.
- Fasquelle (D.), *L'existence de fautes lucratives en droit français*, in *Faut-il moraliser le droit français de la réparation des dommages ?*, in *colloque Paris V, Faut-il moraliser le droit français du dommage ?*, dir. M. Behar-Touchais, LPA, 20 nov. 2002, n° spécial, p. 27.
- Faugérolas (L.) et Boursican (E.), *Les programmes d'ADR non « sponsorisés » par un émetteur français*, Bull. Joly Bourse, 2009, n° 5, p. 399.
- Ferrier (N.) et Martin (A.-C.), *Loi relative à la consommation en faveur des consommateurs... et de certains professionnels – A propos de la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014*, JCP G, 2014, 376.
- Florin (P.), *Modifications des obligations d'information imposées aux émetteurs « cotés »*, JCP G, n° 4, 2014, p. 157.
- Folus (D.), *Actions : modélisation, évaluation, gestion*, in *Encyclopédie des marchés financiers*, dir. Y. Simon, Economica, 1997, p. 21.
- Franchi (F.), *A quoi peut bien servir la responsabilité pénale des personnes morales ?*, RSC, 1996, p. 277.
- Frison-Roche (M.-A.), *Les résistances mécaniques du système juridique français à accueillir la class action : obstacles et comptabilités*, in *Les « class actions » devant le juge français : rêve ou cauchemar*, dir. F. Laroche-Gisserot, LPA, 10 juin 2005, n° 115.
- Freyria (Ch.), *L'assurance de responsabilité du management*, D., 1995, chron., p. 120.
- Freyria (Ch.), *Libres propos sur la responsabilité civile de la gestion d'une entreprise*, in *Mélanges dédiés à Louis Boyer*, Presses de l'Université des sciences sociales de Toulouse, 1996, p. 179.
- Garapon (A.), *Incertitude et expertise*, synthèse, in *Le traitement juridique et judiciaire de l'incertitude*, dir. M. Borgetto, A. Garapon, V. Heuzé, H. Muir-Watt et M. Pinault, Dalloz, coll. Thèmes & commentaires, 2008, p. 65.

- Garrigues (B.), *L'accès au prétoire américain des porteurs de titres émis par une société étrangère*, Bull. Joly Bourse, 2010, n° 4, p. 296.
- Gastaud (J.-P.), *Analyse financière en droit français*, in *La sécurité financière*, colloque du 3 décembre 2004, dir. J. Monéger, Société de Législation Comparée, 2007, p. 77.
- Gaudemet (A.), *Agences de notation : le régulateur européen affirme son pouvoir de sanction*, RDBF, juill. 2014, n° 4, comm. 155.
- Gaudemet (A.), *Réparation du préjudice boursier : l'hypothèse d'une politique jurisprudentielle*, Bull. Joly Bourse, juill. 2014, n° 7, p. 340.
- Gavalda (Ch.), *Droits et devoirs des initiés dans les sociétés par actions, un exemple de collaboration entre la COB et la justice pénale*, Rev. sociétés, 1976, p. 589.
- Germain (M.), *Les droits des minoritaires*, RIDC, 2002, n° 2, p. 401.
- Germain (M.), *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, rapport de synthèse, in *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque, dir. R. Vatinet, Rev. sociétés, 2003, p. 284.
- Germain (M.) et Redenius-Hoevermann (J.), *Questions actuelles sur la responsabilité des dirigeants de société en Allemagne et en France*, Dr. stés, 2006, n° 6, étude 13, p. 13, n° 4.
- Germain (M.), *L'action en comblement du passif social, entre droit commun et droit spécial*, in *Le Code de commerce 1807-2007, Livre du bicentenaire*, Université Panthéon –Assas, Dalloz, 2007, p. 243.
- Germain (M.), Magnier (V.) et Noury (M.-A.), *La gouvernance des sociétés cotées*, JCP E, 2013, n° 47, p. 18.
- Gewinner (D.), *Le rôle de l'AMF*, Bull. Joly Bourse, mai 2007, n° 3, p. 353.
- Ghestin (J.), *Contre l'absorption du dol par la responsabilité civile*, RDC, 1^{er} juill. 2013, p. 1162.
- Gounot (M.-E.), *Essai d'application de l'analyse économique du droit à la réglementation boursière des opérations d'initiés*, RSC, 2000, p. 335.
- Goutay (Ph.), *Ne bis in idem : quelle réforme*, Bull. Joly Bourse, juill. 2015, n° 7-8, p. 327.
- Granier (Th.), *Le commissaire aux comptes dans les sociétés qui font appel public à l'épargne*, in *Aspects actuels du droit des affaires : mélanges en l'honneur de Yves Guyon*, Dalloz, 2003, p. 457.
- Granier (Th.), *Eclairage. Le règlement communautaire sur les agences de notation : un début de régulation de l'activité ?*, Bull. Joly Bourse, 2010, n° 1, p. 8.
- Granier (Th.), *L'absence de responsabilité des agences de notation extra-financière ?*, Bull. Joly Bourse, 2014, n° 9, p. 448.
- Grar (A.), *Etude d'événement*, in *Encyclopédie des marchés financiers*, dir. Y. Simon, Economica, 1997, p. 462.
- Gratton (L.), *Le dommage déduit de la faute*, RTD civ., avr.-juin 2013, p. 175.
- Groutel (H.), *La faute intentionnelle vue par la chambre criminelle et la première chambre civile : confirmation d'une divergence*, RCA, 1990, chron. p. 16.
- Grua (F.), *Les divisions du droit*, RTD civ., 1993, p. 59.
- Guégan-Lécuyer (A.), *Incertitude et causalité*, in *Le traitement juridique et judiciaire de l'incertitude*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2008, p. 203.
- Guillaumin (V.), *Le consentement échangé sur le marché financier*, RJ com., nov. 1995, p. 133.
- Guinchard (S.), *L'action de groupe en procédure civile française*, RID comp., 1999, p. 599.

- Guinchard (S.), *Une class action à la française ?*, D., 2005, p. 2180.
- Guyon (Y.), *Aspects juridiques de la manipulation de cours*, in *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, Association d'économie financière France, éd. P.A.U., 1994, p. 87.
- Haeri (K.) et Javaux (B.), *L'action de groupe à la française, une curiosité*, JCP G, 2014, 375.
- Hébraud (P.), *Le juge et la jurisprudence*, in *Mélanges Couzinet*, 1974, p. 339.
- Hublet (A.), *Le paradigme d'un paradoxe : la délégation de compétences aux agences de notation par les Etats en l'absence d'un contrôle réglementaire*, in *Les agences de notation financière : entre marchés et Etats*, dir. B. Colmant, Larcier, coll. Cahiers financiers, 2013, p. 39.
- Husson (H.) et M. Lestienne (M.), *Le périmètre de la garantie : les personnes couvertes, les risques couverts*, Bull. Joly Sociétés, n° 9, in *dossier Assurance de responsabilité des dirigeants*, dir. A. Couret, Bull. Joly Sociétés, 2010, p. 775.
- Idot (L.), *Un pas en avant significatif pour renforcer l'effectivité des actions privées en droit des pratiques anticoncurrentielles*, RDC, 2013, p. 1381.
- Jauffret-Spinosi (C.), *Les dommages et intérêts punitifs dans les systèmes de droit étrangers*, in *colloque Paris V, Faut-il moraliser le droit français du dommage ?*, dir. M. Behar-Touchais, LPA, 20 nov. 2002, n° spécial, p. 8.
- Jourdain (P.), *La victime indigne ou en situation illicite peut-elle encore prétendre à l'indemnisation de son dommage ?*, RTD civ., 1994, p. 115.
- Jourdain (P.), *La perte de chance : une curiosité française*, in *Mélanges P. Wessner*, éd. O. Guillod et C. Müller, 2011, p. 167.
- Kessedjian (C.), *Le droit entre concurrence et coopération*, in *Vers de nouveaux équilibres entre ordres juridiques : mélanges en l'honneur de Hélène Gaudemet-Tallon*, Dalloz, 2008, p. 119.
- Kessedjian (C.), *Morrison et l'effet extraterritorial de la loi américaine sur les valeurs mobilières*, in *Liber amicorum : mélanges en l'honneur de Camille Jauffret-Spinosi*, Dalloz, 2013, p. 719.
- Klein (J.), *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées. Pour une meilleure appréhension du préjudice subi par les victimes*, JCP G, 13 avr. 2015, n° 15, p. 738.
- Kling (D.), *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.
- Kling (D.), *La responsabilité civile des commissaires aux comptes*, in *dossier La responsabilité des organes et des autorités de contrôle des sociétés*, Journ. stés, sept. 2011, n° 90, p. 11.
- Kling (D.) et Huet (N.), *Juridiction ad hoc : Pourquoi ne pas traiter tout le contentieux boursier devant une seule juridiction ?*, JCP G, n° 16, avr. 2014, p. 819.
- Kloepfer Pelèse (M.), *Analystes financiers et conflits d'intérêts*, Bull. Joly Bourse, déc. 2008, n° spécial, p. 573.
- Lacroix (F.), *L'échec des dispensateurs de confiance*, RDBF, 2009, n° 1, étude 5.
- Lafortune (M.-A.), *intervention in Définition et évaluation des préjudices économiques des entreprises*, table ronde, Cahiers de droit de l'entreprise, 2014, n° 1.
- Lambert-Faivre (Y.), *L'évolution de la responsabilité civile d'une dette de responsabilité à une créance d'indemnisation*, RTD civ., 1987, p. 1.
- Lambert (S.), *Clauses attributives de juridiction statutaires : une arme efficace contre les foreign cubed class actions ?*, Bull. Joly Bourse, 2010, p. 264.

- Lapoyade-Deschamps (Ch.), La réparation du préjudice économique pur en droit français, RID comp., 1998, n° 2, p. 367.
- Laprade (F.-M.), *L'indépendance de l'opinion*, in *Dossier Conflits d'intérêts en droit financier*, Journ. stés, févr. 2009, n° 62, p. 37.
- Lardeux (G.), *L'absorption du dol par la responsabilité civile*, RDC, 1^{er} juill. 2013, p. 1179.
- Larguier (J.), *Action individuelle et intérêt général (Réflexions sur le juge et l'action civile)*, in *Problèmes contemporains de procédure pénale : recueil d'études en hommage à M. Louis Hugueney*, préf. L. Julliot de La Morandière, Institut de droit comparé de l'Université de Paris, Sirey, 1964, p. 87.
- Laroche-Gisserot (F.), *Les class actions américaines*, LPA, 10 juin 2005, n° 115, p. 7.
- Lasserre Capdeville (J.), *Le délit d'initié : une infraction modelée par les juges*, in *Particularités du droit pénal des marchés financiers*, AJ pénal, févr. 2011, p. 60.
- Laugier (M.), *L'introuvable responsabilité du dirigeant social envers les tiers pour fautes de gestion*, Bull. Joly Sociétés, 2003, § 261.
- Le Bars (B.), *Adoption d'un statut des services d'analyse financière et des agences de notation*, LPA, 14 nov. 2003, n° 228, p. 63.
- Le Bars (B.), note sous Cass. com. 25 janv. 2005, Bull. Joly Sociétés, 2005, n° 5, p. 599, § 135.
- Le Bars (B.), *Associations d'actionnaires et d'investisseurs : un droit rénové d'ester en justice ?*, LPA, 14 nov. 2003, n° 228, p. 102.
- Le Fur (A.-V.), *Faut-il faire de la Commission des sanctions de l'AMF un tribunal des marchés financiers ?*, in *Mélanges AEDBF-France VI*, RB éd., 2013, p. 335.
- Le Fur (A.-V.) et Schmidt (D.), *Il faut un tribunal des marchés financiers*, D. 2014, p. 551.
- Le Tourneau (Ph.), *La verdeur de la faute ou de la relativité de son déclin*, RTD civ., 1988, p. 505.
- Le Tourneau (Ph.), *La spécificité et la subsidiarité de l'exception d'indignité*, D., 1994, chron., p. 298.
- Le Tourneau (Ph.), *De la spécificité du préjudice concurrentiel*, RTD com., janv.-mars 1998, n° 51, p. 83.
- Leclerc (F.), *La responsabilité des agences de notation*, in *La notation d'entreprises*, dir. G. Virassamy, L'Harmattan, 2010, p. 137.
- Leduc (F.), *L'œuvre du législateur : vices et vertus des régimes spéciaux*, in *La responsabilité civile à l'aube du XXI^e siècle : bilan prospectif*, RCA, n° hors-série, juin 2001, p. 50.
- Lehmann (M.), *Proposition d'une règle spéciale dans le Règlement Rome II pour les délits financiers*, Rev. crit. DIP, 2012, p. 485.
- Lemaire (S.), *Aspects internationaux de la responsabilité des organes de contrôle des sociétés : la tentation de la class action*, in *dossier La responsabilité des organes et des autorités de contrôle des sociétés*, Journ. stés, sept. 2011, n° 90, p. 24.
- Lemontey (J.) et Michon (N.), *Les class actions américaines et leur éventuelle reconnaissance en France*, JDI, 2009, p. 535.
- Lequesne-Roth (C.) et Van Waeyenberge (A.), *La réglementation européenne : de la négligence à l'impuissance ?*, in *Les agences de notation financière : entre marchés et Etats*, dir. B. Colmant, Larcier, coll. Cahiers financiers, 2013, p. 111.

- Lete (J.), *Synthèse sur la question du rôle respectif de la loi et du juge (version orale)*, séminaire de Chambéry des 20 et 21 mars 2009, disponible sur le site du GRERCA.
- Limpens (J.), *La théorie de la « relativité aquilienne » en droit comparé*, in *Mélanges offerts à René Savatier*, Dalloz, 1965, p. 559.
- Likillimba (G.-A.), *Le préjudice individuel et/ou collectif en droit des groupements*, RTD com., 2009, p. 1.
- Lucas (F.-X.), *La responsabilité civile des dirigeants d'entreprise*, RLDC, janv. 2004, p. 48.
- Magnier (V.), *Information boursière et préjudice des investisseurs*, D., 2008, chron., p. 558.
- Magnier (V.), *La responsabilité des dirigeants sociaux à l'égard des tiers : le dirigeant est-il un préposé ?*, RCA, n° 3, 2013, dossier 18.
- Mainguy (D.) et Depincé (M.), *L'introduction de l'action de groupe en droit français*, JCP E, 20 mars 2014, n° 12, 1144.
- Malecki (C.) et Magnier (V.), *La régulation des conflits d'intérêts : les impulsions européennes*, in *Dossier Conflits d'intérêts en droit financier*, Journ. stés, févr. 2009, n° 62, p. 37.
- Marais (B. du) et al., *Le droit et la note – l'appréciation du droit par les agences de notation*, in *Agences de notation, immobilier et contrats publics*, La Documentation française, 2007, p. 69.
- Marais (B. du) et Frouté (Ph.), *Le droit, les agences de notation et la crise du crédit*, Revue d'économie financière, hors-série 2008, p. 1.
- Marguénaud (J.-P.), *Le droit à l'« expertise équitable »*, D., 2000, chron. 111.
- Maria Perez (J.), *Esquisse sur la responsabilité civile des dirigeants sociaux en droit américain*, in *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque du 16 déc. 2002, dir. R. Vatinet, Rev. sociétés, 2003, p. 195.
- Marly (P.-G.), *La faute dans l'assurance de responsabilité des dirigeants*, JCP E, 2006, n° 12, 1490.
- Marly (P.-G.), *Le paiement des primes par la société : réflexion sur la légitimité d'une pratique*, in *dossier Assurance de responsabilité des dirigeants*, dir. A. Couret, Bull. Joly Sociétés, 2010, p. 762.
- Martin (D. R.), *De la causalité dans la responsabilité civile du prêteur*, Banque et droit, nov.-déc. 1999, p. 3, spéc. II, B, p. 7, col. 2.
- Martin (D.) et Chekroun (L.), *Le cadre juridique de l'analyse financière*, RTDF, 2008, n° 2, p. 37.
- Martin (D.) et Tieu (O.-T), *Rôle et responsabilité du conseil d'administration en matière d'information financière*, JCP G, 2009, I, 122.
- Martin (D.) et Angel (K.), *Réflexions sur la mise à disposition du public d'une information privilégiée*, Bull. Joly Bourse, mai 2010, n° 3, p. 274.
- Martin (D.), *La réparation du préjudice des investisseurs en cas de fausse information*, JCP E, 9 sept. 2010, n° 36, 1777.
- Martin (D.), *Quelques réformes souhaitables de la directive abus de marché*, RTDF, 2010/2, p. 30.
- Martin (D.) et Tieu (O.-T), *La responsabilité civile des administrateurs de sociétés. Évolutions jurisprudentielles*, JCP G, 2010, n° 26, p. 1363.
- Martin (D.), *Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard*, in *Mélanges AEDBF-France VI*, dir. A. Gourio et J.-J. Daigre, RB éd., 2013, p. 399.

- Martin-Laprade (F.), *La politique de sanction du régulateur : répression ou réparation ?*, Bull. Joly Bourse, déc. 2009, n° spécial, p. 439.
- Mathey (N.), *L'intervention des autorités de régulation du secteur bancaire et financier dans la réparation civile du préjudice*, in *L'influence des autorités administratives sur la réparation des préjudices*, in colloque *L'influence des autorités administratives sur la réparation des préjudices*, RDBF, juill. 2012, n° 4, dossier 33.
- Mattout (J.-P.) et Mouy (S.), *La notation*, Bull. Joly Bourse, sept. 1994, n° 5, p. 435.
- Mattout (J.-P.), *Information financière et responsabilité des dirigeants*, in *Information financière et responsabilité*, colloque, dir. H. Synvet, RDBF, 2004.
- Mazeaud (D.), *Famille et responsabilité : réflexions sur quelques aspects de l'idéologie de la réparation*, in *Le droit privé français à la fin du XXe siècle : études offertes à Pierre Catala*, Litec, 2001, p. 569.
- Mazeaud (D.), *Responsabilité civile et précaution*, in *La responsabilité civile à l'aube du XXIe siècle : bilan prospectif*, RCA, juin 2001, n° hors-série, p. 72.
- Merle (Ph.), *Vers un plafonnement de la responsabilité civile des commissaires aux comptes ?*, in *Mélanges Goubeaux*, LGDJ, 2009, p. 365.
- Merle (R.), *La distinction entre le droit de se constituer partie civile et le droit d'obtenir réparation du dommage causé par l'infraction (consolidation, mise au point ou fluctuation ?)*, in *Droit pénal contemporain : mélanges en l'honneur d'André Vitu*, éd. Cujas, 1989, p. 397.
- Merville (A.-D.), *La responsabilité civile, pénale et administrative des agences de notation*, RDBF, mai 2013, n° 3, étude 9.
- Moret-Bailly (J.), *Règles déontologiques et fautes civiles*, D., 2002, p. 2824.
- Moulin (J.-M.), *Conflits d'intérêts chez les agences de notation*, Bull. Joly Bourse, déc. 2008, n° spécial, p. 580.
- Moulin (J.-M.), *Le règlement européen (CE) n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit*, JCP E, 2010, 1522.
- Moulin (J.-M.), *Vingt ans d'agences de notation de crédit*, Bull. Joly Bourse, 2012, n° 12, p. 576.
- Mouly (J.), *Quelle faute pour la responsabilité civile du salarié ?*, D., 2006, p. 2756.
- Muir Watt (H.), *Régulation de l'économie globale et l'émergence de compétences déléguées : sur le droit international privé des actions de groupe (à propos de l'affaire Vivendi Universal)*, Rev. crit. DIP, 2008, p. 581.
- Muir Watt (H.), *Le champ d'application dans l'espace de la législation financière américaine – Le serpent de mer de l'extraterritorialité*, Cahiers de droit de l'entreprise, nov. 2012, dossier 31.
- Muller (A.-C.), *Contrôle légal des comptes*, RDBF, sept. 2008, n° 5, comm. 150.
- Muller (A.-C.), *Aléa et marchés financiers*, in *L'aléa*, Journées nationales - Association Henri Capitant des amis de la culture juridique française, Le Mans. 2009. Université du Maine, t. 14, Dalloz, 2011, p. 75.
- Muller (A.-C.), *Le rôle des autorités européennes dans la réparation des dommages*, in colloque *L'influence des autorités administratives sur la réparation des préjudices*, RDBF, juill. 2012, n° 4, dossier 35.
- Muller (A.-C.), *Révision du règlement (CE) n° 1060/2009*, RDBF, mai 2013, n° 3, comm. 116.

- Muller (A.-C.), *La régulation bancaire et financière dans l'Union européenne après la crise*, Bull. Joly Bourse, juill. 2015, n° 7-8, p. 348.
- Musca (X.), *Leçons des turbulences sur les marchés financiers : mieux responsabiliser les différents acteurs*, in *Rapport Moral de l'Argent dans le Monde*, Association d'économie financière, 2008, p. 55.
- Neuville (C.), interview, 5 oct. 2009, *Des centaines de milliers de personnes concernées*, disponible sur <http://www.lepoint.fr>.
- Neyret (L.), *Le rôle respectif de la loi et du juge en droit français de la responsabilité civile*, séminaire de Chambéry des 20 et 21 mars 2009, disponible sur le site du GRERCA.
- Niboyet (M.-L.), *Action de groupe et droit international privé*, Rev. Lamy dr. civ., 2006, p. 78.
- Niboyet (M.-L.), *La globalisation du procès civil international dans l'espace judiciaire européen et mondial*, JDI, 2006, p. 937.
- Nicolas (E.), *La notion de faute séparable des fonctions des dirigeants sociaux à la lumière de la jurisprudence récente, Mutation, disparition ou simple besoin de changement de désignation ?*, Rev. sociétés, 2013, p. 535.
- Nussebaum (M.), *Les sources de risque et de sécurité sur les marchés financiers de produits dérivés*, LPA, 8 mai 1996, n° 56, p. 5.
- Nussebaum (M.), synthèse, *La réparation du préjudice économique*, in *Les limites de la réparation du préjudice*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 2009, p. 279.
- Nussebaum (M.) et Guérineau (T.), *Les manipulations de cours : l'apport des analyses statistiques*, Option finance/Option Droit et affaires, mai 2014, p. 24.
- Ohl (D.), note sous Cass. com. 28 avr. 1998, JCP, 1998, II, 10177, p. 1921.
- Ollard (R.), *De la fusion des dol pénal et civil ou de l'absorption du dol civil par la responsabilité pénale*, RDC, 1^{er} juill. 2013, p. 1189.
- Paclot (Y.), *Class actions : le vent du boulet...*, RDBF, 2010, alerte 14.
- Paclot (Y.), *La juridicité du code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, Rev. sociétés, 2011, p. 395.
- Paclot (Y.), *Gouvernance d'entreprise : la révision du code AFEP-MEDEF préférée à la loi*, Bull. Joly Sociétés, 2013, n° 9, p. 556.
- Pailler (P.), *Directive et règlement Abus de marché : quelle articulation pour les dispositifs de répression pénale et administrative ?*, Bull. Joly Bourse, sept. 2015, n° 9, p. 380.
- Parléani (G.), *La responsabilité civile des agences de notation*, in *Mélanges AEDBF-France VI*, dir. A. Gourio et J.-J. Daigre, RB éd., 2013, p. 555.
- Peronnet (O.) et Boisséson (M.), *L'évaluation du préjudice économique : le point de vue des praticiens*, Journ. stés, juin 2007, n° 44, p. 45.
- Perreau Saussine (L.), *Quelle place pour les class actions dans le règlement Bruxelles I ?*, JCP G, 16 mai 2011, n° 20, 602.
- Piedelièvre (S.), *Les dommages et intérêts punitifs : une solution d'avenir ?*, RCA, juin 2001, n° spécial, p. 61.
- Piedelièvre (S.), *La loi du 17 mars 2014 et l'action de groupe*, Gaz. Pal., 29 mars 2014, n° 88, p. 11.
- Piedelièvre (S.), *La loi du 17 mars 2014 relative à la consommation*, JCP E, 3 avr. 2014, n° 14, p. 27.

- Pietrancosta (A.), *Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur*, RTDF, 2007, n° 3, p. 21.
- Philippe (D.-M.), *La théorie de la relativité aquilienne*, in *Mélanges Roger O. Dalcq : responsabilités et assurance*, Larcier, 1994, p. 467.
- Pimont (S.), *Remarques complémentaires sur le devoir de minimiser son propre dommage*, Rev. Lamy dr. civ., 2004/10, p. 15.
- Piniot (M.-C.), *Responsabilité civile des dirigeants sociaux. Non cumul des actions du droit des sociétés et du droit des procédures collectives*, RJDA, 1995, p. 639.
- Piquemal (A.), *Les agences de notation en question*, EUREDIA, 2009/1, p. 139.
- Pisani (H.), *Les class actions : réflexions d'un spectateur engagé*, 1^{re} partie, RTDF, 2009, n° 4, p. 47, et 2^e partie, RTDF, 2010, n° 3, p. 15.
- Planiol (M.), note sous Cass. civ. 17 août 1895, D., 1896, I, p. 81.
- Pollaud-Dulian (F.), *De quelques avatars de l'action en responsabilité civile en droit des affaires*, RTD com., 1997, p. 349.
- Prüm (A.), *Les agences de notation dans la ligne de mire des politiques*, RBDF, janv.-févr. 2009, p. 1.
- Puech (M.), *La Commission des opérations de Bourse et la surveillance du marché boursier au regard du droit pénal*, in *Mélanges en l'honneur de Daniel Bastian*, Litec, 1974, p. 211.
- Quentin (B.), *Les agences de notation*, in *colloque Information financière et responsabilité*, dir. H. Synvet, RDBF, nov. 2004, n° 6, dossier 100079.
- Quézel-Ambrunaz (Ch.), *L'exemple d'un modèle de responsabilité hybride : la responsabilité environnementale*, RCA, n° 2, 2012, dossier 12.
- Radé (Ch.), *Réflexions sur les fondements de la responsabilité*, D., 1999, chron., 313 et 323.
- Radé (Ch.), *Plaidoyer en faveur d'une réforme de la responsabilité civile*, D., 2003, chron., p. 2247.
- Raymond (G.), *Loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation – Inventaire des mesures relatives au droit de la consommation*, JCP E, 2014, act. 213.
- Ravit (V.) et Sutterlin (O.), *Réflexions sur le destin du préjudice écologique « pur »*, D., 2012, p. 2675.
- Rebut (D.), *De la prétendue autorité de la chose jugée des condamnations pénales en matière de faute intentionnelle*, RCA, 1997, chron. p. 5.
- Redaelli (Ph.), *Les systèmes multilatéraux de négociation*, Banque et droit, juill.-août 2005, n° 102, p. 13.
- Reinhard (Y.) et Petit (B.), *La responsabilité civile des dirigeants*, RTD com., 1997, p. 282.
- Reisberg (A.), *Evolution récente du mécanisme anglais d'action collective : le régime britannique est-il adapté aux investisseurs ?*, Journ. stés, juill. 2011, n° 89, p. 28, in *dossier L'action de groupe des investisseurs : une ardente nécessité*.
- Rémy (Ph.), *La responsabilité contractuelle : histoire d'un faux concept*, RTD civ., 1997, p. 323.
- Reygrobelle (A.), conclusion, in *Les sanctions des sociétés cotées : quelles spécificités ? Quelle efficacité ?*, étude du CREDA, coll. Le droit des affaires, LexisNexis, p. 395.
- Riassetto (I.), *La violation d'une règle de conduite professionnelle en matière financière, source de responsabilité civile*, Pasicrisie luxembourgeoise : Recueil Trimestriel de la Jurisprudence Luxembourgeoise, 2014, p. 279.

- Robert (A.), *Vers une responsabilité limitée des commissaires aux comptes*, D., 2008, n° 44, p. 3106.
- Ronse (J.), *La notion du dommage : lésion d'intérêt*, Rev. crit. jur. belge, 1957, p. 101.
- Rontchevsky (N.) et Storck (M.), *Une tentative française de restaurer la confiance en matière financière : le volet financier de la loi n° 2003-706 de sécurité financière*, RTD com., 2003, p. 758.
- Rontchevsky (N.), *La responsabilité pénale*, Bull. Joly Bourse, mai 2007, n° 3, p. 335.
- Rontchevsky (N.), *L'appréciation de la bonne foi du journaliste en matière d'information économique et financière*, note sous Cass. 1^{re} Civ. 3 avr. 2007, pourvoi n° 05-21.344, J.-M. Messier c. Le Monde et autres, RTD com., 2007, p. 657.
- Rosa (C.), *De la dissociation entre la réparation et la répression dans l'action civile exercée devant les juridictions répressives*, D., 1991, chron., p. 85.
- Rousseau (S.), *La responsabilité civile de l'analyste financier pour la transmission d'information fautive ou trompeuse sur le marché secondaire des valeurs mobilières*, Revue juridique Thémis, 1999, n° 34, p. 193.
- Rousseau (S.), *Etude du recours statuaire en responsabilité civile pour le marché secondaire des valeurs mobilières au Québec*, (2009) 43 R.J.T. 709.
- Rousseau (S.), *Agences de notation et crise financière : quel rôle pour la régulation ?*, in *Défis actuels en droit financier*, dir. A. Couret et C. Malecki, Lextenso, 2010, p. 297.
- Saint Pé (S.), *Les gérants d'OPCVM français et les class actions américaines*, Bull. Joly Bourse, juill.-août 2009, n° 4, p. 346.
- Savatier (R.), *Personnalité et dépersonnalisation de la responsabilité civile*, in *Mélanges Laborde-Lacoste*, éd. Brière, 1963, p. 321.
- Savaux (E.), *Résister à l'absorption du dol par la responsabilité*, RDC, 1^{er} juill. 2013, p. 1201.
- Schiller (S.), *L'hypothèse de l'américanisation du droit de la responsabilité*, in *Archives de Philosophie du Droit*, t. 45, Dalloz, 2001, *L'américanisation du droit*, p. 177.
- Schiller (S.), Magnier (V.), Tchotourian (I.), Gaède (G.), Duhamel (J.-C.) et Lambert (C.), dossier *Le nouveau code AFEP-MEDEF de juin 2013*, Actes pratiques et Ingénierie Sociétaire, mars 2014, n° 134, p. 5.
- Schmidt (D.), *La responsabilité du conseil d'administration du fait de ses actes de gestion*, Cah. dr. entr., 1995, n° 4, p. 14.
- Schmidt (D.), *La responsabilité des membres du conseil d'administration*, Dr. et patr., mai 1995, p. 46.
- Schmidt (D.), *Les délits boursiers*, in *Où en est la dépenalisation dans la vie des affaires ?*, RJ com., n° spécial, nov. 2001, p. 71.
- Schmidt (D.), *De quelques règles procédurales régissant l'action en responsabilité civile contre les dirigeants de sociétés « cotées » in bonis*, in *Etudes de droit privé : mélanges offerts à Paul Didier*, avant-propos M. Germain, préf. J. Foyer, Economica, 2008, p. 383.
- Schmidt (D.), *L'imputation des manquements aux règles de l'Autorité des marchés financiers*, Revue Juridique de l'Economie Publique, 2009, étude 5.
- Schmidt (D.) et Le Fur (A.-V.), *Il faut un tribunal des marchés financiers*, D., 2014, p. 551.
- Schmidt (D.) et Le Fur (A.-V.), *Pour un tribunal des marchés financiers*, Bull. Joly Bourse, 2015, n° 1, p. 24.

- Schneider (F.), *Les agences de notation et les pouvoirs publics*, Revue du droit public et de la science politique en France et à l'étranger, 2015, n° 1, p. 83.
- Sergakis (K.), *Agences de notation et droit européen : renforcement du cadre réglementaire*, RISF, 2014/1, p. 92.
- Servan-Schreiber (P.) et Boulon (O.), *Le contentieux boursier né de la crise financière en France et aux Etats-Unis*, RTDF, 1/2009, p. 7, in colloque *L'actualité du droit financier sur fond de crise*, Paris, 7 avr. 2009.
- Séragliani (Ch.), *Les actions collectives en droit international privé*, intervention aux travaux du CFDIP, 20 nov. 2009.
- 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, F. Stasiak, G. Giudicelli-Delage, P. Lascoumes, Th. Godefroy et M. Massé, Université de Poitiers, Coll. de la Faculté de droit et des sciences sociales, LGDJ, 2004, p. 118.
- Sortais (J.-P.), *Les contours de l'action en comblement de l'insuffisance d'actif*, in *Mélanges Pierre Bézard*, Montchrestien, 2002, p. 321.
- Sotiropoulou (A.), *La responsabilité civile des agences de notation*, Bull. Joly Bourse, 2013, n° 1, p. 47.
- Starck (B.), *La pluralité des causes de dommages et la responsabilité civile (La vie brève d'une fausse équation : causalité partielle = responsabilité partielle)*, JCP, 1970, I, 2339.
- Stoffel-Munck (Ph.), *Le préjudice économique : propos introductifs*, Journal des sociétés, juin 2007, n° 44, p. 22.
- Stoffel-Munck (Ph.), note sous Cass. 1^{re} civ. 13 nov. 2008, JCP G, 2009, I, 123.
- Storck (M.), *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs*, RDBF, 2011, comm. 71.
- Stoufflet (J.), *La manipulation de cours*, in *Etudes sur le cours de bourse*, Economica, 1997, p. 133.
- Tchotourian (I.), *Agences de notation : encadrement et responsabilité*, Bull. Joly Bourse, mars 2011, n° 2, p. 119.
- Testu (F.-X.), *Présentation générale*, in *L'expertise*, dir. M.-A. Frison-Roche et D. Mazeaud, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, 1995, p. 5.
- Thépot (C.), *L'encadrement légal de l'activité des agences de notation par la loi de régulation bancaire et financière*, LPA, 16 déc. 2010, n° 250, p. 26.
- Thibierge (C.), *Libres propos sur l'évolution de la responsabilité civile (vers un élargissement des fonctions de la responsabilité civile ?)*, RTD civ., 1999, p. 561.
- Thibierge (C.), *Le droit souple – Réflexions sur les textures du droit*, RTD civ., 2003, p. 599.
- Thibierge (C.), *Avenir de la responsabilité, responsabilité de l'avenir*, D., 2004, chron. 9, p. 577.
- 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*, RB éd., 2005, p. 439.
- Torck (S.), *Rémunération des dirigeants de sociétés cotées : la régulation plutôt que la moralisation*, Dr. sociétés, 2013, n° 10, comm. 163.
- Traullé (J.), *L'indemnisation du préjudice né de l'impossibilité de contracter avec un tiers après la conclusion d'un contrat vicié*, D., 2013, n° 40, p. 2651.

- Tunc (A.), *Les récents développements du droit anglais et américain sur la relation de causalité entre la faute et le dommage dont on doit réparation*, RID comp., 1953, p. 5.
- Vacarie (I.), *La perte d'une chance*, RRJ, 1987, 903.
- Van Ommeslaghe (P.), *Droit belge, in Les clauses limitatives ou exonératoires de responsabilité en Europe*, dir. J. Ghestin, LGDJ, 1991, p. 231.
- Vatinet (R.), *La réparation du préjudice causé par la faute des dirigeants sociaux devant les juridictions civiles, in La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, colloque, dir. R. Vatinet, Rev. sociétés, 2003, p. 247.
- Vauplane (H. de), *Les notions de marché*, Rev. dr. bancaire et bourse, mars-avr. 1993, n° 36, p. 62.
- Vauplane (H. de) et Simart (O.), *La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA*, RD bancaire et bourse, juill.-août 1996, n° 56, p. 158.
- Vauplane (H. de) et Simart (O.), *Délits boursiers : propositions de réformes. Pour une répartition des compétences répressives selon le caractère économique ou moral de l'infraction*, RD bancaire et bourse, 1997, n° 3, p. 85.
- Vauplane (H. de), *Morale et bourse, un long malentendu, in Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt : liber amicorum*, Joly éd., 2005, p. 221.
- Vauplane (H. de), *Projet de mise en place d'un pouvoir transactionnel de l'AMF*, Revue Banque, n° 668, avr. 2005, p. 86.
- Vauplane (H. de), *La spéculation boursière dans le droit et la littérature française du XIXe siècle, in Proche Orient, Etudes juridiques*, 2006, n° 61, p. 36 et LPA, 23 nov. 2006, n° 234, p. 5.
- Vauplane (H. de), *Critiques de la spéculation boursière dans la littérature et la jurisprudence en France au XIXe siècle, in Etudes de droit privé : mélanges offerts à Paul Didier*, Economica, 2008, p. 449.
- Vauplane (H. de), *Pour une responsabilité civile pleine et entière des agences de notation, in Mélanges AEDBF-France V*, dir. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, RB éd., 2008, p. 449.
- Vauplane (H. de), Daigre (J.-J.), Saint Mars (B. de) et Bornet (J.-P.), note sous Sanct. AMF, 23 déc. 2008, Banque et droit, nov.-déc. 2009, n° 128, p. 47.
- Vauplane (H. de) et Dubertret (M.), *Quel fondement à la répression des abus de marché ?, in Code pénal et Code d'instruction criminelle : livre du bicentenaire*, dir. B. Teyssié, Dalloz, 2010, p. 631.
- Vareilles-Sommières (P. de), *Le forum shopping devant les juridictions françaises*, Trav. Com. fr. DIP, 1998-2000.
- Veverka (F.), *Faut-il une réglementation stricte des agences de rating ?*, JCP E, juin 2009, n° 23, 1578.
- Viandier (A.), *Observations sur le délit d'utilisation d'une information privilégiée*, Intervention aux Entretiens de la COB du 28 novembre 1991, Bull. Joly Sociétés, 1992, n° 3, p. 253, § 76.
- Vidal (J.), *Observations sur la nature juridique de l'action civile*, RSC, 1963, p. 513.
- Vidal (D.), *La responsabilité civile des dirigeants sociaux*, Cah. dr. entr., 2001, n° 3, p. 16.
- Viney (G.), *Remarques sur la distinction entre faute intentionnelle, faute inexcusable et faute lourde*, D., 1975, chron. 263.

- Viney (G.), *Les grandes orientations du droit de la responsabilité civile*, Cah. dr. entr., Entre-
tiens de Nanterre, 1992, 29.
- Viney (G.), *Le préjudice écologique*, RCA, mai 1998, n° spécial, p. 6.
- Viney (G.), *Pour ou contre un « principe général » de responsabilité civile pour faute ? Une
question posée à propos de l'harmonisation des droits civils européens*, in *Le droit privé fran-
çais à la fin du XXe siècle, Etudes offertes à Pierre Catala*, Litec, 2001, p. 563.
- Viney (G.), *L'appréciation du préjudice*, LPA, 2005, n° 99, p. 89.
- Viney (G.), *Modernité ou obsolescence du Code civil ? L'exemple de la responsabilité*, in *Libre
droit : mélanges en l'honneur de Philippe Le Tourneau*, Dalloz, 2008, 1041.
- Viney (G.), *Quelques propositions de réforme du droit de la responsabilité civile*, D., 2009, p.
2944.
- Vuillemin (K.), *Libre propos sur la directive relative aux marchés d'instruments financiers
2004/39/CE*, Bull. Joly Bourse, 2005, n° 119, p. 579.
- Wdowiak (S.), *La faute détachable des fonctions, condition de l'action en responsabilité du tiers
contre le dirigeant : entre certitudes et hésitations*, Gaz. Pal., 6 avr. 2013, n° 96, p. 8.
- Weemaels (E.), *La responsabilité des agences de notation : des sociétés responsables comme les
autres ?*, Revue pratique des sociétés, 2012/2, p. 123.
- Weir (T.), *Recent developments in causation in English tort law*, in *De tous horizons : mélanges
Xavier Blanc-Jouvan*, Société de législation comparée, 2005, p. 883.
- Wester-Ouisse (V.), *Critique d'une notion imprécise : la faute du dirigeant de société détachable
des fonctions*, D. aff., 1999, p. 782.
- Zekkouti (N.B.), *Le contentieux boursier international à l'épreuve de l'extraterritorialité du
droit américain : « Morrison toujours »*, Bull. Joly Bourse, déc. 2014, n° 12, p. 594.

En langue anglaise

- Alessi (R.A.), *The Emerging Judicial Hostility to the Typical Damages Model Employed by
Plaintiffs in Securities Class Action Lawsuits*, 56 *Bus. Law.* 483 (2001).
- Alexander (J.C.), *Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions*, 43
Stan. L. Rev. 497 (1991).
- Alexander (J.C.), *The Value of Bad News in Securities Class Actions*, 41 *UCLA L. Rev.* 1421
(1994).
- Alexander (J.C.), *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, 48 *Stan. L. Rev.* 1487 (1996).
- Alexander (J.C.), *An Introduction to Class Action Procedure in the United States*, in *colloque
Debates over Group Litigation in Comparative Perspective*, Genève, 21-22 juill. 2000.
- Antonucci (Th.W.), *The Private Securities Litigation Reform Act and the States: Who will decide
the Future of Securities Litigation?*, 46 *Emory L.J.* 1237 (1997).
- Arlen (J.H.) & Carney (W.J.), *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and
Evidence*, *U. Ill. L. Rev.* 691 (1992).
- Avery (J.W.), *Securities Litigation Reform: The Long and Winding Road to the Private Securi-
ties Litigation Reform Act of 1995*, 51 *Bus. Law.* 335 (1996).
- Bainbridge (S.M.), *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, 38 *Univer-
sity of Florida Law Review* 35 (1986).

- Bainbridge (S.M.), *Insider Trading: An Overview*, UCLA, School of Law, 2000, disponible sur SSRN.
- Baker (T.) & Griffith (S.J.), *The Missing Monitor in Corporate Governance: Directors' & Officers Liability Insurer*, 95 *Geo. L.J.* 1795 (2007).
- Baker (T.) & Griffith (S.J.), *Predicting Corporate Governance Risks: Evidence from the Directors' & Officers' Liability Insurance Market*, 74 *U. Chi. L. Rev.* 487 (2007).
- Baker (T.) & Griffith (S.J.), *How the Merits Matter: D&O Insurance and Securities Settlements*, University Pa. Inst. For Law & Econ. Research, Working Paper No. 08-22, 2009.
- Barclay (M.) & Torchio (F.C.), *A Comparison of Trading Models Used for Calculating Aggregate Damages in Securities Litigation*, *Law & Contemp. Probs* 105 (2001).
- Berle (A.A.), *Liability for Stock Market Manipulation*, 31 *Colum. L. Rev.* 264 (1931).
- Bernstein (L.A.), *In Defense of Fundamental Investment Analysis*, *Fin. Analysts J.*, janv.-févr. 1975, p. 57.
- Bhagat (S.) & Romano (R.), *Event Studies and the Law, Part I: Technique and Corporate Litigation, Part II: Empirical Studies and Corporate Law*, Yale Law School, John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy Working Papers, n° 259 et 260, avr. 2001.
- Black (B.), *Fraud on the Market: A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions*, 62 *N.C. L. Rev.* 435 (1984).
- Black (B.), *Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?*, 63 *Bus. Law.* 317 (2008).
- Black (B.), *Eliminating Securities Fraud Class Actions under the Radar*, *Colum. Bus. L. Rev.* 802 (2009).
- Black (B.), *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, 44 *Loyola University Chicago Law Journal* 1493 (2013).
- Black (B.S), Cheffins (B.R.) & Klausner (M.), *Outside Director Liability*, 58 *Stan. L. Rev.* 1055 (2006).
- Blaurock (U.), *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies*, *Electronic Journal of Comparative Law*, 2007, vol. 11.3.
- Booth (R.A.), *Who Should Recover What in a Securities Fraud Class Action?*, University of Md. Legal Studies, Research Paper No. 2005-32, 2005, disponible sur SSRN.
- Booth (R.A.), *The Missing Link Between Insider Trading and Securities Fraud*, 2 *J. Bus. & Tech. L.* 185 (2007).
- Booth (R.A.), *The End of the Securities Fraud Class Action as We Know It*, *Berkeley Bus. L.J.* 1 (2007).
- Booth (R.A.), *Taking Certification Seriously – Why There is No Such Thing as An Adequate Representative in a Securities Fraud Class Action 1*, Villanova Univ. Sch. Of Law Working Paper Series, Paper No. 108, 2008, disponible sur SSRN.
- Booth (R.A.), *The Future of Securities Litigation*, 4 *J. Bus. & Tech. L.* 129 (2009).
- Boros (E.), *Public and private enforcement of disclosure breaches in Australia*, (2009) 9 *Journal of Corporate Law Studies* 409.
- Bratton (W.W.) & Wachter (M.L.), *The Political Economy of Fraud on the Market*, 160 *U. Pa. L. Rev.* 69 (2011).

- Brown (J.R.), *Tellabs v. Makor: The Supreme Court, the PSLRA, and the Predilections of Justice Alito, The Race to the Bottom*, 22 juin 2007, disponible sur Internet.
- Bruegger (E.) & Dunbar (F.C.), *Estimating Financial Fraud Damages with Response Coefficients*, 35 *J. Corp. L.* 11 (2009).
- Brun (Ph.) et Quézel-Ambrunaz (Ch.), *French Tort Law Facing Reform*, *Journal of European Tort Law*, 2013, p. 78.
- Bullard (M.), Freisen (G.C.), & Strapp (T.), *Investor Timing and Fund Distribution Channels* (2008), disponible sur SSRN.
- Buxbaum (H.-L.), *Transnational Regulatory Litigation*, *Va. J. Int'L L.* 251 (2006).
- Carleton (W.T.), Weisbach (M.S.) & Weiss (E.J.), *Securities Class Action Lawsuits: A Descriptive Study*, 38 *Ariz. L. Rev.* 491 (1996).
- Carney (W.J.), *Signalling and Causation in Insider Trading*, 36 *Cath. U. L. Rev.* 863 (1987).
- Carney (W.J.), *The Limits of the Fraud on the Market Doctrine*, 44 *Bus. Law.* 1259 (1988-1989).
- Casper (M.), *The Significance of the Law of Tort with the Example of Civil Liability for Erroneous ad hoc Disclosure, in Compensation of Private Losses. The Evolution of Torts in European Business Law*, dir. R. Schulze, Sellier – European Law Publishers, 2011, p. 91.
- Chaffee (E.C.), *An Oak Is An Oak Is An Oak Is An Oak: The Disappointing Entrenchment In Halliburton Co. v. Erica P. John Fund of The Implied Private Right of Action Under Section 10(B) and Rule 10B-5*, 9 *NYU JL & Liberty* 92 (2015).
- Chamblée Burch (E.), *Comment, Between 'Merit Inquiry' and 'Rigorous Analysis': Using Daubert to Navigate the Gray Areas of Federal Class Action Certification*, 31 *Fla. St. U. L. Rev.* 1041 (2004).
- Chamblée Burch (E.), *Reassessing Damages in Securities Fraud Class Actions*, 66 *Md. L. Rev.* 348 (2007).
- Cheffins (B.R.) & Black (B.S.), *Outside Director Liability Across Countries*, 84 *Texas L. Rev.* 1385 (2006).
- Choi (S.), *Market Lesson for Gatekeepers*, 92 *Nw.U. L. Rev.* 916 (1998).
- Choi (S.J.) & Thompson (R.B.), *Securities Litigation and Its Lawyers: Changes during the First Decade after the PSLRA*, 106 *Colum. L. Rev.* 1489 (2006).
- Choi (S.J.) & Fisch (J.E.), *On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance*, 61 *Vand. L. Rev.* 315 (2008).
- Choi (S.J.) & Silberman (L.J.), *Transnational Litigation and Global Securities Class-Action Lawsuits*, *Wisconsin L. Rev.* 465 (2009).
- Coffee, Jr. (J.-C.), *Understanding Enron: « It's About the Gatekeepers, Stupid »*, 57 *Bus. Law.* 1403 (2001-2002).
- Coffee, Jr. (J.-C.), *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Columbia Law School, Center for Law and Economics, Working Paper No. 191, 2001.
- Coffee, Jr. (J.-C.), *The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 191, 2001, disponible sur SSRN.
- Coffee, Jr. (J.-C.), *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, 89 *Cornell L. Rev.* 269 (2004).

- Coffee, Jr. (J.C.), *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, 60 *Bus. Law.* 533 (2005).
- Coffee, Jr. (J.C.), *Loss Causation After 'Dura': Something for Everyone*, *N.Y. L. J.*, 19 mai 2005.
- Coffee, Jr. (J.C.), *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation*, 106 *Colum. L. Rev.* 1534 (2006).
- Coffee, Jr. (J.C.), *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, 156 *U. Pa. L. Rev.* 229 (2007).
- Coffee, Jr. (J.C.), *Litigation Governance: Taking Accountability Seriously*, 110 *Colum. L. Rev.* 288 (2010).
- Coffee, Jr. (J.C.), *The Good, the Bad, and the Ugly*, *Columbia Law and Economics, Working Paper No. 359*, sept. 2010, disponible sur SSRN.
- Colombo (R.J.), *Buy, Sell or Hold? Analyst Fraud from Economic and Natural Law Perspectives*, 73 *Brook. L. Rev.* 91 (2007).
- Cone (K.R.) & Laurence (J.E.), *How Accurate are Estimates of Aggregate Damages in Securities Fraud Cases?*, 49 *Bus. Law.* 505 (1994).
- Cornell (B.) & Morgan (R.G.), *Using Finance Theory to Measure Damages in Fraud on the Market Cases*, 37 *UCLA L. Rev.* 883 (1990).
- Cornell (B.), *Is the Response of Analysts to Information Consistent with Fundamental Valuation? The Case of Intel*, *Fin. Mgmt.*, 2001, p.113.
- Cornell (B.) & Rutten (J.C.), *Market Efficiency, Crashes and Securities Litigation*, 81 *Tul. L. Rev.* 443 (2006).
- Cornell (B.) & Rutten (J.C.), *Collateral Damage and Securities Litigation*, *Utah L. Rev.* 717 (2009).
- Cox (J.D.), *Making Securities Fraud Class Actions Virtuous*, 39 *Ariz. L. Rev.* 497 (1997).
- Cox (J.D.) & Thomas (R.S.), *Leaving Money on the Table: Do Institutional Investors Fail to File Claims in Securities Class Actions?*, 80 *Wash. U. L.Q.* 855 (2002).
- Cox (J.D.) & Thomas (R.S.), *Letting Billions Slip Through Your Fingers: Empirical Evidence and Legal Implications of the Failure of Financial Institutions to Participate in Securities Class Action Settlements*, 58 *Stan. L. Rev.* 411 (2005).
- Cox (J.D.), *Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the "Chicago School"*, *Duke L.J.* 628 (2006).
- Cox (J.D.), *Understanding Causation in Private Securities Lawsuits: Building on Amgen*, 66 *Vanderbilt Law Rev.* 1719 (2013).
- Cunningham (L.A.), *Choosing Gatekeepers: The Financial Statement Insurance Alternative to Auditor Liability*, 52 *UCLA L. Rev.* 413 (2004).
- Davis (A.J.), *The Investor Compensation Fund*, 33 *J. Corp. L.* 223 (2007).
- Davies (P.), *Liability for misstatements to the market: some reflections*, *Journal of Corporate Law Studies*, oct. 2009, p. 295.
- Davies (P.), *Liability for misstatements to the market*, *Capital Markets Law Journal*, 2010, vol. 5 n° 4, p. 443.
- De Pascalis (F.), *Civil Liability of Credit Rating Agencies From a European Perspective: Development and Contents of Art. 35(a) of Regulation (EU) No 462/2013*, *University of Oslo Faculty of Law Legal Studies, Research Paper Series No. 2015-05*.

- Deats (C.), *Talk That Isn't Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agencies' Faulty Methodologies from Regulation?*, 100 *Columbia Law Review* 1818 (2010).
- Dennis (R.J.), *Materiality and the Efficient Capital Market Model: A Recipe from the Total Mix*, 25 *Wm. & Mary L. Rev.* 373 (1983).
- Dickey (J.C.) & Kramer Mayer (M.), *Effect on Rule 10b-5 Damages of the 1995 Private Securities Litigation Reform Act: A Forward-Looking Assessment*, 51 *Bus. Law.* 1203 (1996).
- Djankov (S.), La Porta (R.), Lopez-de-Silanes (F.) & Shleifer (A.), *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 *Journal of Financial Economics* 430 (2008).
- Dunbar (F.C.) *et al.*, *Recent Trends III: What Explains Settlements in Shareholder Class Actions?*, *National Economic Research Association*, 9 (1995).
- Dunbar (F.C.) & Heller (D.), *Fraud on the Market Meets Behavioral Finance*, 31 *Del. J. Corp. L.* 455 (2006).
- Dunbar (F.C.) & Sen (A.), *Counterfactual Keys to Causation and Damages in Shareholder Class-Action Lawsuits*, *Wisconsin L. Rev.* 199 (2009).
- Dubbs (T.A.), *A Scotch Verdict on « Circularity » and Other Issues*, *Wisconsin Law Review* 455 (2009).
- Easterbrook (F.H.) & Fischel (D.R.), *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 *U. Chi. L. Rev.* 611 (1985).
- Edwards (H.), *CRA 3 and the liability of credit rating agencies: inconsistent messages from the regulation on credit rating agencies in Europe*, *Law and Financial Markets Review*, juill. 2013, p. 186.
- Eisenberg (T.) & Miller (G.P.), *Attorney Fees in Class Action Settlements: An Empirical Study*, 1 *J. Empirical Legal Stud.* 27 (2004).
- Eisenhofer (J.W.), Jarvis (G.C.) & Banco (J.R.), *Securities Fraud, Stock Price Valuation, and Loss Causation: Toward a Corporate Finance-Based Theory of Loss Causation*, 59 *Bus. Law.* 1419 (2004).
- Erdlen (A.M.), *Timing Is Everything: Markets, Loss, and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions*, 80 *Fordham L. Rev.* 877 (2011).
- Escoffery (D.S.), *A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10b-5 in Light of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (« PSLRA »)*, 68 *Fordham L. Rev.* 1781.
- Fama (E.F.), *Random Walks in Stock Market Prices*, *Fin. Analysts J.*, sept.-oct. 1965, p. 55.
- Fama (E.F.), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 *J. Fin.* 383 (1970).
- Fama (E.F.), *Efficient Capital Markets II*, 46 *J. Fin.* 1575 (1991).
- Ferber (D.), *The Case Against Insider Trading: A Response to Professor Manne*, 23 *Vand. L. Rev.* 621 (1970).
- Ferran (E.), *Capital Market Competitiveness and Enforcement*, 2008, disponible sur SSRN.
- Ferran (E.), *Are US-style investor suits coming to the UK?*, *Journal of Corporate Law Studies*, oct. 2009, p. 315.
- Ferrarini (G.A.) & Giudici (P.), *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, in J. Armour & J.A. McCahery (Eds.), *After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Hart, 2006.

- Ferrell (A.) & Saha (A.), *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 63 *Bus. Law.* 163 (2007).
- Finnerty (J.) & Pushner (G.), *An Improved Two-Trader Model for Measuring Damages in Securities Fraud Class Actions*, 8 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 213 (2003).
- Fisch (J.E.), *Cause and Concern: Causation and Federal Securities Fraud*, *Iowa L. Rev.* (2009).
- Fisch (J.E.), *Confronting the Circularity Problem in Private Securities Litigation*, *Wisconsin L. Rev.* 333 (2009).
- Fisch (J.E.), *The Trouble with Basic: Price Distortion after Halliburton*, *Wash. U. L. Rev.* (2013).
- Fischel (D.R.), *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporation Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, 57 *Tex. L. Rev.* 1 (1978).
- Fischel (D.R.), *The Law and Economics of Dividend Policy*, 67 *Va. L. Rev.* 699 (1981).
- Fischel (D.R.), *Secondary Liability Under Section 10(b) of the Securities Act of 1934*, 69 *California L. Rev.* 80 (1981).
- Fischel (D.R.) & Easterbrook (F.H.), *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 *Harv. L. Rev.* 1161 (1981).
- Fischel (D.R.), *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 *Bus. Law.* 1 (1982).
- Fischel (D.R.) & Easterbrook (F.H.), *Optimal Damages in Securities Cases*, 52 *U. Chi. L. Rev.* 611 (1985).
- Fischel (D.R.), *Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory*, 74 *Cornell L. Rev.* 907 (1989).
- Fischel (D.R.) & Ross (D.J.), *The Use of Trading Models to Estimate Aggregate Damages in Securities Fraud Litigation: A Proposal for Change, in Securities Class Actions: Abuses and Remedies*, *The National Legal Center for the Public Interest*, 1994.
- Fisher (W.O.), *The Analyst-Added Premium as a Defense in Open Market Securities Cases*, 53 *Bus. Law.* 35 (1997).
- Fisher (W.O.), *Does the Efficient Market Theory Help Us Do Justice in a Time of Madness?*, 54 *Emory L.J.* 843 (2005).
- Fox (M.B.), *Demystifying Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 60 *Bus. Law.* 507 (2005).
- Fox (M.B.), *Understanding Dura*, 60 *Bus. Law.* 1547 (2005).
- Fox (M.B.), *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 31 *J. Corp. L.* 829 (2006).
- Fox (M.B.), *Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers do not Trade*, 2009 *Wisconsin L. Rev.* 297 (2009).
- Fox (M.B.), *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 *Colum. L. Rev.* 237 (2009).
- Fox (M.B.), *Fraud-on-the-Market Class Actions Against Foreign Issuers*, 64 *Stan. L. Rev.* 1173 (2012).
- Fox (M.B.), *Halliburton II: It All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price*, *Columbia Law and Economics Working Paper No. 488*, 10 sept. 2014, disponible sur SSRN.
- Funnerton (R.A.), *Market Overreaction and Loss Causation*, 62 *Bus. Law.* 89 (2006).
- Gaillard (E.), *After Morrison: The Case for a New Hague Convention on the law applicable to securities Frauds*, *Dispute Resolution International*, 2011, vol. 5/1.

- Gelbach (J.B.) *et al.*, *Valid Inference in Single-Firm, Single-Event Studies 2*, Robert Day Sch. Working Paper No. 2009-17, 2009, disponible sur SSRN.
- Georgakopoulos (N.L.), *Frauds, Markets, and Fraud-on-the-Market: The Tortured Transition of Justifiable Reliance from Deceit to Securities Fraud*, 49 *U. Miami L. Rev.* 671 (1995).
- Gerner-Beuerle (C.), *The Market for Securities and Its Regulation Through Gatekeepers*, 23 *Temp. Int'l & Comp. L.J.* 317 (2009).
- Gerner-Beuerle (C.), *Underwriters, Auditors, and Other Usual Suspects: Elements of Third Party Enforcement in US and European Securities Law*, ECFR, 4/2009, p. 476.
- Gerner-Beuerle (C.), *United in Diversity. Maximum vs. minimum harmonisation in EU securities regulation*, *Capital Markets Law Journal*, 7(3), 2012, p. 317.
- Gillespie III (T.F.), *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: A Missed Opportunity to Right the Wrongs in the PSLRA and Rebalance the Private Rule 10b-5 Litigation Playing Field*, 3 *J. Bus. & Tech. L.* 161 (2008).
- Gilson (R.J.) & Kraakman (R.H.), *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 *Va. L. Rev.* 549 (1984).
- Gilson (R.J.) & Kraakman (R.H.), *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, Stanford Law School, Working Paper No. 270, 2003, disponible sur SSRN.
- Gilson (R.J.) & Kraakman (R.H.), *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*, Stanford Law School, Working Paper No. 458, 2014, disponible sur SSRN.
- Giudici (P.), *Auditor's multi-layered liability regime*, *European Business Organization Law Review*, 2012, 13(4), p. 501.
- Goldberg (J.C.P.) *et al.*, *The Place of Reliance in Fraud*, 48 *Ariz. L. Rev.* 1001 (2006).
- Gordon (J.N.) & Kornhauser (L.A.), *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 *N.Y.U. L. Rev.* 761 (1985).
- Gordon III (J.D.), *Accorns and Oaks: Implied Rights of Action Under the Securities Acts*, 10 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 62 (2004).
- Goshen (Z.) et Parchomovsky (G.), *The Essential Role of Securities Regulation*, Columbia Law and Economics, Working Paper No. 259, 2004, disponible sur SSRN.
- Grais (D.) & Katsiris (K.), *Not the « World's Shortest Editorial »: Why the First Amendment Does Not Shield the Rating Agencies from Liability for Over-Rating CDOs*, Bloomberg Law Reports, nov. 2007.
- Griffith (S.J.), *Uncovering a Gatekeeper: Why the SEC Should Mandate Disclosure of Details Concerning Directors' and Officers' Liability Insurance Policies*, 154 *U. Pa. L. Rev.* 1147 (2006).
- Grundfest (J.A.), *Why Disimply?*, 108 *Harv. L. Rev.* 727 (1995).
- Grundfest (J.A.), *Damages and Reliance Under Section 10(b) of the Exchange Act*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 150, 2013, disponible sur SSRN.
- Gulati (M.), *When Corporate Managers Fear a Good Thing is Coming to an End: The Case of Interim Nondisclosure*, 46 *UCLA L. Rev.* 675 (1999).
- Haar (B.), *Civil Liability of Credit Rating Agencies – Regulatory All-or-Nothing Approaches Between Immunity and Over-Deterrence*, White Paper Series No. 1, SAFE, 2013, disponible sur http://safe-frankfurt.de/uploads/media/Haar_Civil_Liability_of_CRA_01.pdf.

- Harper (S.), *Credit Rating Agencies Deserve Credit for the 2007-2008 Financial Crisis: An Analysis of CRA Liability Following the Enactment of the Dodd-Frank Act*, 68 *Wash. & Lee L. Rev.* 1925 (2011).
- Hartzmark (M.), Schipani (C.A.) & Seyhun (H.N.), *Fraud on the Market: Analysis of the Efficiency of the Corporate Bond Market*, Michigan Ross School of Business, Working Paper No. 1158, juill. 2011.
- Hawes (D.W.), *In search of a middle ground between the perceived excesses of US-style class actions and the generally ineffective collective action procedures in Europe*, in *Perspectives in Company Law and Financial Regulation, Essays in honour of Eddy Wymeersch*, Cambridge University Press, 2009, p. 200.
- Hazen (T.L.), *Commentary*, 36 *Cath. U.L. Rev.* 987 (1987).
- Hetherington (J.A.C.), *Insider Trading and the Logic of the Law*, *Wisconsin L. Rev.* 720 (1967).
- Hill (C.A.), *Anti-Anti-Anti-Paternalism*, 2 *N.Y.U. J.L. & Liberty* 444 (2007).
- Hill (C.A.), *Who Were the Villains in the Supreme Crisis, and Why It Matters*, 4 *Entrepreneurial Bus. L.J.* 323 (2010).
- Hill (C.A.), *Why Didn't Subprime Investors Demand a (Much Larger) Lemons Premium?*, 74 *Law & Contemp. Probs* 47 (2011), University of Minnesota Law School, Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 11-31, disponible sur SSRN.
- Hodges (C.), *Europeanization of Civil Justice: Trends and Issues*, 1 *Civil Justice Quarterly* 96 (2007).
- Hodges (C.), *From Class Actions to Collective Redress: A Revolution in Approach to Compensation*, 28 *Civil Justice Quarterly* 41 (2009).
- Husisian (G.), *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials? An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, 410 *Cornell Law Review* 412 (1989-1990).
- Jackson (H.E.), *To What Extent Should Individual Investors Rely on the Mechanisms of Market Efficiency: A Preliminary Investigation of Dispersion in Investor Returns*, 28 *J. Corp. L.* 671 (2003).
- Jackson (H.E.), *Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications*, 24 *Yale J. on Reg.* 253 (2007).
- Jackson (H.E.) & Roe (M.J.), *Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence*, Harvard University Law School, Public Law & Legal Theory Research Paper Series, Paper No. 0-28, John M. Olin Center for Law and Business, Law & Economics Research Paper Series, Paper No. 638, 2009, disponible sur SSRN.
- Janssen (U.) & Harrer (H.), *Important changes to the German Securities Trading Act following the enactment of the Fourth Financial Markets Promotion Act*, *International Company and Commercial Law Review*, 2002, p. 413.
- Johnson (M.F.), Nelson (K.K.) & Pritchard (A.C.), *Do the Merits Matter More? The Impact of the Private Securities Litigation Reform Act*, 23 *J. L. Econ. & Org.* 627 (2007).
- Jones (R.), *The Need for A Negligence Standard of Care for Credit Rating Agencies*, 1 *Wm & Mary Bus. L. Review* 201 (2010).
- Kaal (W.A.) & Painter (R.W.), *The Aftermath of Morrison v. National Australia Bank and Elliott Associates v. Porsche*, *ECFR*, 2011, p. 77.

- Kahan (M.) & Rock (E.B.), *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 *U. Pa. L. Rev.* 1021 (2007).
- Kalss (S.), *Recent developments in civil liability for nondisclosure of capital market information*, *International Review of Law and Economics*, 2007, n° 27, p. 70.
- Kaner (E.), *Tort Law and the Financial Crisis: Basic Questions*, 4 *JETL* 119 (2013).
- Karpoff (J.M.) *et al.*, *The Cost to Firms of Cooking the Books*, 43 *J. Fin. & Quantitative Analysis* 581 (2008).
- Kaufman (M.J.), *No Foul, No Harm: The Real Measure of Damages Under Rule 10b-5*, 39 *Cath. U. L. Rev.* 29 (1989).
- Kaufman (M.J.), *Loss Causation: Exposing a Fraud on Securities Law Jurisprudence*, 24 *Ind. L. Rev.* 357 (1990-1991).
- Khoo (J.), *Civil Liability for Misstatements in Offer Documents: Striking the Right Balance*, *International Law & Management Review*, vol. 6, p. 50.
- Kirby (R.W.), *Access to United States Courts by Purchasers of Foreign Listed Securities in the Aftermath of Morrison v. National Australia Bank Ltd.*, 7 *Hastings Bus. L.J.* 223 (2011).
- Klick (J.) & Mitchell (G.), *Government Regulation of Irrationality: Moral and Cognitive Hazards*, 90 *Minn. L. Rev.* 1620 (2006).
- Koslow (J.), *Estimating Aggregate Damages in Class-Action Litigation Under Rule 10b-5 for Purposes of Settlement*, 59 *Fordham L. Rev.* 811 (1991).
- Koziol (H.), *Compensation for Pure Economic Loss from a Continental Lawyer's Perspective*, in *W. Van Boom, H. Koziol & C.A. Witting (Eds), Pure Economic Loss*, Springer, 2004, p. 41.
- Kraakman (R.H.), *Corporate Liability and the Costs of Legal Controls*, 93 *Yale L.J.* 857 (1984).
- Kraakman (R.H.), *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, 2 *J. L. Econ. & Org.* 53 (1986).
- Kraakman (R.H.), *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, in G. Ferrarini, K.J. Hopt, J. Winter & E. Wymeersch (Eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford University Press, 2004, p. 107.
- Kripke (H.), *The Myth of the Informed Layman*, 28 *Bus. Law.* 631 (1973).
- LaCroix (K.), *Private Securities Litigation: Important Deterrent or Wasteful Churn?*, *Dandoddiary.com*, 26 oct. 2008.
- Lai (D.), *Extending the Fraud-on-the-Market Presumption Beyond Basic: A Case of Poor Analogies and Over-Eager Courts*, 55 *N.Y.L. Sch. L. Rev.* 1121 (2010/2011).
- Lambert (S.), *International Forum Shopping in the United States: foreign-cubed securities class actions are not yet dead and buried*, RTDF, 2010, n° 3, p. 4.
- Langevoort (D.C.), *Theories, Assumptions and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, 140 *U. Pa. L. Rev.* 851 (1992).
- Langevoort (D.C.), *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics About Stockholders and Sophisticated Customers*, 84 *California Law Review (CLR)* 627 (1996).
- Langevoort (D.C.), *Capping Damages for Open Market Securities Fraud*, 38 *Ariz. L. Rev.* 639 (1996).
- Langevoort (D.C.), *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, 97 *Nw. U. L. Rev.* 135 (2002).

- Langevoort (D.C.), *On Leaving Corporate Executives « Naked, Homeless and Without Wheels »: Corporate Fraud, Equitable Remedies, and the Debate over Entity versus Individual Liability*, 42 *Wake Forest L. Rev.* 627 (2007).
- Langevoort (D.C.), *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, *Wisconsin L. Rev.* 151 (2009).
- Langevoort (D.C.), *Compared to What? Econometric Evidence and the Counterfactual Difficulty*, 35 *The Journal of Corporation Law* 183 (2009).
- Langevoort (D.C.), *Chasing the Greased Pig Down Wall Street: A Gatekeeper' Guide to the Psychology, Culture and Ethics of Financial Risk-Taking*, 96 *Cornell L. Rev.* (2010).
- Langevoort (D.C.), *Amgen and the Fraud-on-the-Market Class Action: Frozen in Time?*, *Georgetown Public Law and Legal Theory Research Paper No. 13-058*, 2013, disponible sur SSRN.
- Langevoort (D.C.), *Lies Without Liars? Janus Capital and Conservative Securities Jurisprudence*, *Wash. U. L. Rev.* (2013).
- Langevoort (D.C.), *Judgment Day for Fraud-on-the-Market?: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton*, *Georgetown Law Faculty Publications and Other Works, Paper 1226*, 2013, disponible sur SSRN.
- La Porta (R.), Lopez-de-Silanes (F.) & Shleifer (A.), *What Works in Securities Laws?*, 61 *J. Fin.* 1 (2006).
- Leas (P.J.), *The Measure of Damages in Rule 10b-5 Cases Involving Actively Traded Securities*, 26 *Stan. L. Rev.* 371 (1974).
- Lee (A.-L.), *Credit rating agencies – do they adequately fulfill their gatekeeper role in debt capital markets?*, *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2015, p. 82.
- Lehmann (M.), *Civil Liability of Rating Agencies: An Inispid Sprout from Brussels*, *LES Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*.
- Lev (B.) & Villiers (M. de), *Stock Price Crashes and 10b-5 Damages: A Legal, Economic, and Policy Analysis*, 47 *Stan. L. Rev.* 7 (1994).
- Lintner (J.), *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, 47 *Review of Economics and Statistics* 13 (1965).
- Macey (J.R.), *The Fraud on the Market Theory: Some Preliminary Issues*, 74 *Cornell L. Rev.* 923 (1988-1989).
- Macey (J.R.) & Miller (G.P.), *The Fraud-on-the-Market Theory Revisited*, 77 *Va. L. Rev.* 1001 (1991).
- Macey (J.R.) & Miller (G.P.), *The Plaintiffs' Attorney's Role in Class Action and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform*, 58 *U. Chi. L. Rev.* 1 (1991).
- Macey (J.R.), Miller (G.P.), Mitchell (M.L.) & Netter (J.M.), *Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, 77 *Va. L. Rev.* 1017 (1991).
- McDonald (B.), *The legal framework of claims against rating agencies in Australia*, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, juin 2013, p. 383.
- Mahoney (P.G.), *Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets*, 78 *Va. L. Rev.* 623 (1992).
- Manne (H.G.), *In Defense of Insider Trading*, 44 *Harvard Business Review* 113 (1966).

- Manne (H.G.), *Insider Trading and the Legislative Process*, 35 *Geo. Was. L. Rev.* (1967).
- Markovitz (H.M.), *Potfolio Selection*, 7 *Journal of Finance* 77 (1952).
- Martin (D.N.) *et al.*, *Recent Trends IV: What Explains Filings and Settlements in Shareholder Class Actions*, 5 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 121 (1999).
- Mendelson (M.), *The Economics of Insider Trading Reconsidered*, 117 *U. Pa. L. Rev.* 470 (1969).
- Mendelson (M.) & Peake (J.W.), *Intermediaries' or Investors': Whose Market is it Anyway?*, 19 *J. Corp. L.* 443 (1994).
- Merritt (A.L.), *A Consistent Model of Loss Causation in Securities Fraud Litigation: Suiting the Remedy to the Wrong*, 66 *Tex. L. Rev.* 469 (1987-1988).
- Meulbroek (L.K.), *An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading*, 47 *Journal of Finance* 1661 (1992).
- Miller (A.), *Monetary Caps on Damages due to the Liability of Auditors for Audit Failures in Publicly Listed Companies*, 2008, disponible sur SSRN.
- Mitchell (G.), *Libertarian Paternalism Is an Oxymoron*, 99 *Nw. U. L. Rev.* 1245 (2005).
- Möllers (T.M.J.), *The Progress of German Information Disclosure Requirements*, *N.C.J. Int'l L. & Com. Reg.*, vol. 30, 2004, p. 280.
- Möllers (T.M.J.) & Pregler (B.), *Civil Law Enforcement And Collective Redress In Economic Law. A Comparison Between Collective Redress Actions In Competition, Antitrust, Company and Capital Markets Law, Jus Civile*, 2013, disponible à <http://www.juscivile.it/contributi/21%20-%20Thomas%20MJ%20Mollers.pdf>.
- Möllers (T.M.J.) & Niedorf (C.), *Regulation and Liability of Credit Rating Agencies – A More Efficient European Law*, *ECFR*, 3/2014, p. 333.
- Money-Kyrle (R.) & Hodges (C.), *European Collective Action: Towards Coherence?*, *Maas-tricht Journal of European and Comparative Law*, 2012, vol. 12, n° 4.
- Moore (J.W.) & Wiseman (F.M.), *Market Manipulation and the Exchange Act*, 2 *U. Chi. L. Rev.* (1934).
- Morales Olazabal (A.), *Analyst and Broker-Dealer Liability Under 10(b) for Biased Stock Recommendations*, 1 *N.Y.U.J. L & Bus.* 1 (2004).
- Morales Olazabal (A.), *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, 3 *Berkeley Bus. L.J.* 337 (2006).
- Mulheron (R.), *Reform for Collective Redress in England and Wales: a Perspective of Need, A Research Paper for Submission to the Civil Justice Council of England and Wales*, 2008.
- Mulheron (R.) & Cashman (P.), *Third party Funding: A Changing Landscape*, 27 *Civil Justice Quarterly* 312 (2008).
- Nagy (T.), *Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalis-tic Protections to Subprime Mortgage Litigation*, 94 *Minnesota Law Review* 140 (2009).
- Oldham (J.L.), « *Efficient Markets* » *Out of the Fraud-on-the-Market Doctrine after the Private Securities Litigation Reform Act*, 97 *Nw. U. L. Rev.* 995 (2003).
- Painter (R.W.), *Manne Insider Trading and the Stock Market*, 35 *Geo. Wash. L. Rev.* 140 (1967).
- Painter (R.W.), *Responding to a False Alarm: Federal Preemption of State Securities Fraud Causes of Action*, 84 *Cornell L. Rev.* 1 (1998).

- Painter (R.W.), *Insider Trading and the Stock Market Thirty Years Later*, 50 *Case W. Res. L. Rev.* 305 (2000).
- Painter (R.W.), *The Dodd-Frank Extraterritorial Jurisdiction Provision: Was It Effective, Needed or Sufficient?*, *Harvard Bus. L. Rev.* 195 (2011).
- Park (J.J.), *Shareholder Compensation as Dividend*, 108 *Mich. L. Rev.* 323 (2009).
- Park (J.J.), *Bondholders and Securities Class Actions*, 99 *Minn. L. Rev.* 585 (2014).
- Partnoy (F.), *Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime*, 79 *Wash. U. L. Q.* 491 (2001).
- Partnoy (F.), *Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee*, *University of San Diego School of Law, Law and Economics Research Paper Series, Paper 5*, 2004.
- Partnoy (F.), *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, *University of San Diego, Legal Studies Research Paper Series, Working Paper No. 09-015*, juill. 2009, disponible sur SSRN.
- Partnoy (F.), *Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis*, *University of San Diego, Legal Studies Research Paper Series, Working Paper No. 09-015*, juill. 2009, disponible sur SSRN.
- Perino (M.A.), *Did the Private Securities Litigation Reform Act Work?*, *U. Ill. L. Rev.* 913 (2003).
- Peysner (J.), *After Sub Prime*, 27 *Civil Justice Quarterly* 407 (2008).
- Philips (R.M.) & Miller (G.C.), *The Private Securities Litigation Reform Act of 1995: Rebalancing Litigation Risks and Rewards for Class Action Plaintiffs, Defendants, and Lawyers*, 51 *Bus. Law.* 1009 (1996).
- Pickhol (M.G.) & Horahan (E.B.), *The SEC's Version of the Efficient Market Theory and its Impact on Securities Law Liabilities*, 39 *Wash. & Lee L. Rev.* 943 (1982).
- Pinto (A.R.), *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, 54 *Am. J. Com. L.* 341 (2006).
- Pritchard (A.C.), *Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers*, 85 *Va. L. Rev.* 925 (1999).
- Pritchard (A.C.), *Who Cares?*, 80 *Wash. U. L. Q.* 883 (2002).
- Pritchard (A.C.), *'Basic' Error is Focus on Loss*, *Nat'l L.J.*, 22 sept. 2008, p. 26.
- Reidenbach (D.), *Executives' Liability for Incorrect Ad Hoc Announcements*, *German Law Review*, vol. 5, n° 9, 2004, p. 1081.
- Ribstein (L.), *Limited Liability of Professional Firms after Enron*, 29 *J. Corp. L.* 427 (2004).
- Ribstein (L.E.), *Fraud on a Noisy Market*, 10 *Lewis & Clark L. Rev.* 137 (2006).
- Ringe (W.-G.) & Hellgardt (A.), *The International Dimension of Issuer Liability*, *University of Oxford, Legal Research Paper Series, n° 37/2010*.
- Rousseau (S.), *Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-based Model*, 617 *McGill L.J.* (2006).
- Rousseau (S.), *Regulating Credit Rating Agencies After the Financial Crisis: The Long and Winding Road Toward Accountability*, *Capital Markets Institute of the University of Toronto, Paper*, 23 juill. 2009, disponible sur SSRN.
- Rose (A.M.), *Fraud on the Market: an Action Without a Cause*, 160 *U. Pa. L. Rev. PENNumbra* 87 (2011).

- Rudman (S.H.), *Securities Class Action Litigation, 'Tellabs' and SDNY: Plaintiff's Perspective*, 239 *N.Y.L.J.* 3 (2008).
- Ryan (P.S.), *Understanding Director & Officer Liability in Germany For Dissemination of False Information: Perspectives From An Outsider*, *German Law Journal*, vol. 4, n° 5, 2003, p. 439.
- Ryan (D.F.), *Yet Another Bough on the « Judicial Oak »: The Second Circuit Clarifies Inquiry Notice and Its Loss Causation Requirement under the PSLRA in Lentell v. Merrill Lynch & Co.*, 79 *St. John's L. Rev.* 485 (2005).
- Saari (C.P.), *The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry*, 29 *Stan L. Rev.* 1031 (1976-1977).
- Sachs (M.V.), *The Relevance of Tort Law Doctrines to Rule 10b-5: Should Careless Plaintiffs Be Denied Recovery?*, 71 *Cornell L. Rev.* 96 (1985).
- Sack (J.) & Juris (S.), *Rating Agencies: Civil Liability Past and Future*, *New York Law Journal*, 5 nov. 2007, vol. 238, n° 88.
- Savett (A.T.), *Securities Class Action Trials Post-PSLRA Era*, 19 sept. 2011, disponible sur <http://www.box.net/shared/xxav75dzpf>.
- Scarso (A.), *The Liability of Credit Rating Agencies in a Comparative Perspective*, 4 *JETL* 163 (2013).
- Scudder (M.Y.), *The Implications of Market-Based Damages Caps in Securities Class Actions*, 92 *Nw. U. L. Rev.* 435 (1997).
- Seligman (J.), *The Merits Do Matter*, 108 *Harv. L. Rev.* 438 (1995).
- Shapiro (D.L.), *Courts, Legislatures, and Paternalism*, 74 *Va. L. Rev.* 519 (1988).
- Sharpe (W.), *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, 19 *Journal of Finance* 425 (1964).
- Shea (M.L.), *Securities fraud Litigation – Lost in Causation: Investors Not Entitled to Presumption of Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases – Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 125 *S. Ct.* 1627 (2005), 11 *Suffolk J. Trial & App. Adv.* 255 (2006).
- Shleifer (A.) & Summers (L.H.), *The Noise Trader Approach to Finance*, 4 *J. Econ. Persp.* 19 (1990).
- Shotland (R.A.), *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market*, 53 *Va. L. Rev.* 1425 (1967).
- Spier (J.), *Balancing Acts: How to Cope with Major Catastrophes, particularly the Financial Crisis*, 4 *JETL* 223 (2013).
- Spindler (J.), *Vicarious Liability for Bad Corporate Governance: Are We Wrong About 10b-5?*, *University of S. Cal. Law Sch. Ctr. In Law, Econ. & Org. Research, Paper No. C08-3*, 2008, disponible sur SSRN.
- Thakor (A.V.), *The Unintended Consequences of Securities Litigation*, 2005, disponible sur http://www.instituteforlegalreform.com/get_ilr_doc.php?id=857.
- Thakor (A.V.) et al., *US Chamber Inst. For Legal Reform, The Economic Reality of Securities Class Action Litigation*, 2005, disponible sur <http://www.instituteforlegalreform.com/issues/docload.cfm?docId=855>.
- Thompson (R.B.), *« Simplicity and Certainty » in the Measure of Recovery Under Rule 10b-5*, 51 *Bus. Law.* 1177 (1996).

- Van Boom (W.), *Pure Economic Loss: A Comparative Perspective*, in W. Van Boom, H. Koziol & C.A. Witting (Eds), *Pure Economic Loss*, Springer, 2004, p. 1.
- Wang (W.K.S.), *Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who is Harmed, and Who Can Sue Whom Under SEC Rule 10b-5?*, 54 *S. Cal. L. Rev.* 1217 (1981).
- Wang (W.K.S.), *Stock Market Insider Trading: Victims, Violators and Remedies – Including an Analogy to Fraud in the Sale of a Used Car with a Generic Defect*, 45 *Vill. L. Rev.* 27 (2000).
- Wang (W.K.S.), *Measuring Insider Trading Damages for a Private Plaintiff*, University of California, Hastings College of Law, oct. 2009, disponible sur Internet.
- Weiss (E.J.) & Beckerman (J.S.), *Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions*, 104 *Yale L.J.* 2053 (1995).
- Weller (M.-P.), *Civil liability for incorrect capital market information – An antagonism between freedom and liability*, RTDF, n° 1, 2013, p. 44.
- White (L.J.), *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation is a Better Response*, *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010.
- Winship (V.), *Fair Funds and the SEC's Compensation of Injured Investors*, 60 *Fla. L. Rev.* 1103 (2008).
- Willey (D.P.), *Misplaced Reliance: Rethinking Rule 10b-5 and the Causal Connection*, 95 *B.U. L. Rev.* 651 (2015), disponible sur Westlaw.
- Wright (J.) & Ginsburg (D.), *Free to Err?: Behavioral Law and Economics and its Implications for Liberty*, 16 févr. 2012, disponible sur <http://www.libertylawsite.org>.
- Wymeersch (E.) & Kruithof (M.), *Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law*, Working Paper Series 2006-05, mars 2006.
- Zingales (L.), *The Future of Securities Regulation*, 47 *Journal of Accounting Research* 391 (2009).

En langue allemande

- Baums (T.), *Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes*, *ZHR*, 2003, t. 167, p. 139.
- Baums (T.) & Fisher (C.), *Haftung des Prospekt- und Abschlussprüfers gegenüber den Anlegern*, in F. Richter, A. Schüler & B. Schwetzler (éds.), *Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Unternehmenswert*, Festschrift für Jochen Drukarczyk zum 65. Geburtstag, F. Vahlen, 2003, p. 37.
- Casper (M.), *Haftung für fehlerhafte Informationen des Kapitalmarktes*, *Der Konzern*, 2006, p. 32.
- Duve (C.) & Basak (D.), *Welche Zukunft hat die Organaußenhaftung für Kapitalmarktinformationen*, *BB*, 2005, n° 49, p. 2645.
- Ehricke (U.), *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung in Deutschland*, in K.J. Hopt & H.-C. Voigt, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung : Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA*, Mohr Siebeck, 2005, p. 187.
- Findeisen (M.) & Backhaus (R.), *Umfang und Anforderungen an die haftungsbegründende Kausalität bei der Haftung nach § 826 BGB für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen*, *WM*, 2007, p. 100.
- Fleischer (H.), *Der Inhalt des Schadensersatzanspruchs wegen unwahrer oder unterlassener unverzüglicher Ad-hoc-Mitteilungen*, *BB*, 2002, n° 37, p. 1869.

- Fleischer (H.), *Zur deliktsrechtlichen Haftung der Vorstandsmitglieder für falsche Ad-hoc-Mitteilungen*, *DB*, 2004, n° 38, p. 2031.
- Fleischer (H.), *Konturen der kapitalmarktrechtlichen Informationsdeliktshaftung*, *ZIP*, 2005, p. 1805.
- Fuchs (A.) & Dühn (M.), *Deliktische Schadensersatzhaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen*, *BKR*, 2002, p. 1063.
- Hellgardt (A.), *Praxis- und Grundsatzprobleme der BGH-Rechtsprechung zur Kapitalmarktinformativhaftung*, *DB*, 2012, p. 673.
- Hopt (K.J.) & Voigt (H.-C.), *Prospekt- und Kapitalmarktinformativhaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA*, *WM*, 2004, n° 37, p. 1804.
- Hopt (K.J.) & Voigt (H.-C.), *Grundsatz- und Reformprobleme der Prospekt- und Kapitalmarktinformativhaftung*, in *K.J. Hopt & H.-C. Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformativhaftung : Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA*, *Mohr Siebeck*, 2005.
- Hutter (S.) & Stürwald (F.), *EM.TV und die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen*, *NJW*, 2005, n° 34, p. 2428.
- Möllers (T.M.J.) & Leisch (F.C.), *Haftung vor Vorständen gegenüber Anlegern wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen nach § 826 BGB*, *WM*, 2001, n° 35, p. 1648.
- Reichert (J.) & Weller (M.-P.), *Haftung von Kontrollorganen. Die Reform der aktienrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Haftung*, *ZRP*, 2002, n° 2, p. 56.
- Rössner (M.-C.) & Bolkart (J.), *Schadensersatz bei Verstoss gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz*, *ZIP*, 2002, n° 33, p. 1471.
- Rützel (S.), *Der aktuelle Stand der Rechtsprechung zur Haftung bei Ad-hoc-Mitteilungen*, *AG*, 2003, n° 2, p. 69.
- Sauer (K.), *Kausalität und Schaden bei der Haftung für falsche Kapitalmarktinformativungen*, *ZBB*, 2005, p. 24.
- Schäfer (C.), Weber (M.) & Wolf (P.), *Berechnung und Pauschalierung des Kursdifferenzschadens bei fehlerhafter Kapitalmarktinformativung*, *ZIP*, 2008, p. 197.
- Schmolke (K.U.), *Die Haftung für fehlerhafte Sekundärinformativung nach dem « IKB » - Urteil des BGH*, *ZBB*, 2012, p. 165.
- Veil (R.), *Die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher Informativung*, *ZHR*, 2003, t. 167, p. 365.
- Veil (R.), *Die Haftung des Emittenten für fehlerhafte Informativung des Kapitalmarkts nach dem geplanten KapInHag*, *BKR*, 2005, p. 91.
- Zimmer (D.), *Verschärfung der Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformativung – ein Alternativkonzept*, *WM*, 2004, p. 9.

6 - Arrêts, jugements et décisions – Notes de jurisprudence, observations et conclusions

Cour de justice des Communautés européennes

CJCE, 7 mars 1995, aff. C-68/93, Fiona Shevill : JDI, 1995, p. 543, obs. A. Huet ; D., 1996, jurispr. p. 61, note G. Parléani ; Rev. crit. DIP, 1996, p. 487, note P. Lagarde.

CJCE, 10 juin 2004, aff. C-168/02, Rudolf Kronhofer c. Marianne Maier et autres : H. Muir Watt, Rev. crit. DIP, 2005, p. 326 ; D., 2004, p. 1934, obs. P. Courbe et H. Chanteloup.

CJCE, 1^{re} ch., 5 juill. 2007, C-430/05 : Bull. Joly Bourse, 2008, p. 156, § 17.

Cour de justice de l'Union européenne

CJUE, 3^e ch., 23 déc. 2009, Spector Photo Group NV, aff. C-45/08, JOUE 27 févr. 2010, n° C 051, p. 6, Rec. p. I-12073 : Justice Arden, *ECFLR*, 2010, vol. 7, n° 2 p. 342 ; Th. Bonneau, RDBF, mars 2010, n° 2, comm. n° 80 ; M. Böse, *Common Market Law Review*, 2011, vol. 48, n° 1, p. 189 ; P.-H. Conac, Journal de droit européen, 2010, n° 171, p. 216, et Rev. sociétés, 2010, p. 325 ; B. Garrigues, Bull. Joly Bourse, 2010, p. 79 ; J. L. Hansen, *ECL*, 2010, vol. 7, p. 98 ; L. Idot, Europe, févr. 2010, comm. n° 75, p. 24, et RSC, 2010, p. 244 ; L. Klöhn, *ECFLR*, 2010, vol. 7, n° 2, p. 347 ; A. Lienhard, D., 2010, p. 85 ; D., 2010, p. 1669, obs. C. Mascala ; R. Mortier, Dr. sociétés, 2010, n° 5, comm. 96 ; N. Rontchevsky, RTD com., 2010, n° 2, p. 395 ; A. Pietran-costa, RTDF, 2010, n° 2, p. 4 ; N. Rontchevsky, RTDF, 2010, n° 1, p. 126 ; F. Stasiak, RSC, 2010, p. 156 ; D. Schmidt, Bull. Joly Sociétés, 2010, n° 4, p. 346, § 73 ; J.-G. de Tocqueville et E. Rogey, D., 2010, n° 35, p. 2313 ; S. Torck, Bull. Joly Bourse, 2010, p. 92, § 12 ; H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.-P. Bornet, Banque et droit, janv.-févr. 2010, n° 129, p. 124 ; B. Zabala, JCP, 2010, n° 485.

CJUE, gde ch., 26 févr. 2013, n° C-617/10, Aklagaren c/ Hans Akerberg Fransson : AJDA, 2013, p. 1154, chron. M. Aubert, E. Broussy et H. Cassagnabère ; AJ pénal, 2013, p. 270, note C. Copain ; RFDA, 2013, p. 1231, chron. C. Mayeur-Carpentier, L. Clément-Wilz et F. Martucci ; RTD civ., 2014, p. 312, obs. L. Usunier ; RTD eur., 2013, p. 267, note D. Ritleng ; RLDA, n° 82, mai 2013, p. 52, note F. Zampini ; D. Simon, Rev. Europe, 2013, n° 4, p. 14.

CJUE, 18 juill. 2013, aff. C-147/12, ÖFAB.

Cour européenne des droits de l'homme

CEDH, 20 nov. 1989, Markt Intern Verlag GMBH c/ Allemagne, série A, n° 165.

CEDH, 24 févr. 1997, de Haes et Gijssels c/ Belgique.

CEDH, gr. ch., 10 févr. 2009, Sergueï Zolotoukhine c/ Russie, n° 14939/03 : AJDA, 2009, p. 872, chron. J.-F. Flauss ; D., 2009, p. 2014, note J. Pradel ; RSC, 2009, p. 675, obs. D. Roets ; JCP, 13 juill. 2009, n° 23, p. 143, comm. n° 31, F. Sudre ; Clunet, juill. 2010, n° 3, chron. 6.

CEDH, 29 mars 2011, RTBF c/ Belgique.

CEDH, 2^e Sect, 4 mars 2014, n° 18640/10, 18647/10, 18663/10 et 18698/10, Grande Stevens et autres c/ Italie : J. Chacornac, Bull. Joly Bourse, avr. 2014, p. 209 ; E. Dezeuze et N. Rontchevsky, RTD com., 2014/1, p. 159, et RTDF, 2014, n° 2, p. 149 ; H. Matsopoulou, Rev. sociétés, 2014, p. 675.

France

Conseil constitutionnel

Cons. const., Décision n° 89-257 DC du 25 juillet 1989, Loi modifiant le code du travail et relative à la prévention du licenciement économique et au droit à la conversion, Recueil p. 59, JORF 28 juill. 1989, p. 9503.

Cons. const., Décision n° 89-260 DC du 28 juillet 1989, Loi relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, Recueil, p. 71, JORF 1er août 1989, p. 9676 : P. Avril et J. Gicquel, Pouvoirs, 1990, n° 52, p. 189 ; B. Genevois, RFDA, 1989, p. 671.

Cons. const., Décision n° 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC du 18 mars 2015, JORF n° 0067 du 20 mars 2015 p. 5183.

Tribunal des conflits

Tribunal des conflits, Pelletier, 30 juill. 1873, 1^{er} suppl., p. 117, concl. David : D., 1874.3.5, concl.

Cour de cassation

Cass. civ. 11 nov. 1873 : S., 1874, 1, 97.

Cass. req. 3 déc. 1883 : DP, 1884, I, p. 339.

Cass. req. 15 juin 1892 : DP, 1892, p. 1596 ; S., 1893, I, p. 281.

Cass. req. 27 nov. 1911 : S., 1915, 1, 113, note L. Huguency.

Cass. civ. 26 nov. 1912 : D.P., 1913, I, p. 377, note E. Thaller ; S., 1914, I, p. 372.

Cass. civ. 12 mai 1914 : S., 1918, I, p. 11.

Cass. civ. 2 mars 1915 : DP, 1920, I, p. 102.

Cass. civ., 26 oct. 1931 : DH, 1931, p. 569.

Cass. civ. 4 déc. 1939 : DC, 1941, 124, note G. Holleaux.

Cass. req. 23 mars 1942 : D., 1942, p. 118 ; Gaz. Pal., 1942, I, p. 224 ; S., 1942, I, p. 135 ; RTD civ., 1942, p. 289, obs H. et L. Mazeaud.

Cass. civ. 21 févr. 1944 : DA, 1994, p. 58.

Cass. civ. 17 mai 1944 : S., 1944, I, p. 132.

Cass. civ. 17 mars 1958, JCP, 1959, II, p. 10950, note Gilli et Lanversin.

Cass. com. 26 janv. 1970, n° 67-14.787, Fouilly c/ Sodiva et autres, Bull. IV, n° 30, p. 31 : D., 1970, p. 643, note J. Guyénot ; JCP, 1970, II, 16385, note Y. Guyon ; RTD com., 1970, p. 431, obs. R. Houin ; RJDA, 10/01, n° 982.

Cass. 3^e civ. 2 juill. 1974 : D., 1975, p. 61, rapport et note E. Franck ; RTD civ., 1975, p. 110, obs. G. Durry ; Defrénois, 1975, n° 30973.

Cass. 2^e Civ. 27 avril 1977, n° 75-14.761, Bull. civ. II, n° 108.

Cass. ass. plén. 12 janv. 1979 : RTD civ., 1979, p. 141, note G. Durry ; JCP, 1980, II, 19335, rapp. A. Ponsard, obs. M.-E. Cartier.

Cass. 1^{er} civ. 6 févr. 1985, Simitch : Rev. crit. DIP, 1985, p. 369, et chron. Franceskakis, p. 243 ; JDI, 1985, p. 460, note A. Huet ; D., 1985, Jurispr., p. 469, note J. Massip, et IR, p. 497, obs. B. Audit ; Grands arrêts DIP, n° 70.

Cass. com. 4 mars 1986, Bull. IV, n° 42.

Cass. ass. plén. 19 mai 1988, n° 87-82.654 : Defrénois, 1988, art. 34316, § 90, p. 1097, obs. J.-L. Aubert ; RTD civ., 1989, p. 89, obs. P. Jourdain ; D., 1988, jurispr., p. 513, note Ch. Larroumet.

Cass. crim. 9 févr. 1989, Bull. crim. n° 63.

Cass. crim. 21 mars 1989, Bull. crim. n° 137 : D., 1989, p. 614, note Bruneau ; Gaz. Pal., 1989, I, p. 392, note Doucet ; RSC, 1989, p. 742, obs. Levasseur ; RTD civ., 1989, p. 563, obs. P. Jourdain ; RCA, mai 1989, chron. n° 10, H. Groutel.

Cass. com. 18 juill. 1989 : Defrénois, 1990, art. 34788, n° 5, p. 633, obs. J. Honorat.

Cass. crim. 6 févr. 1990 : RTD civ., 1992, p. 572, obs. P. Jourdain.

Cass. crim. 6 juin 1990, Bull. crim., n° 226.

Cass. ass. plén., 29 mars 1991, Consorts Blicq : D., 1991, somm., p. 324, n° 17, obs. J.-L. Aubert ; RFDA, 1991, p. 991, obs. P. Bon ; RJDA, juill. 1991, p. 487, note M. Béhar-Touchais ; JCP, 1991, II, 21673, concl. Dontenwille, note J. Ghestin ; Resp. civ. et assur., 1991, chron. n° 9, H. Groutel ; RTD civ., 1991, p. 541, obs. P. Jourdain ; D., 1991, p. 324, note C. Larroumet ; D., 1991, p. 157, chron. G. Viney.

Cass. crim. 14 oct. 1991, n° 90-80.621, Bull. crim, n° 337, JurisData n° 1991-003102 : Rev. sociétés, 1992, p. 782, note B. Bouloc.

Cass. com. 5 nov. 1991, Buon : Bull. Joly Bourse, 1993, p. 292, note F. Peltier.

Cass. crim 5 nov. 1991, n° 90-82.605, Société Industrielle et Financière Bertin, Bull. crim., n° 394, p. 997 : Bull. Joly sociétés, 1992, n° 2, p. 163, § 145, note J.-F. Barbièri ; Rev. sociétés, 1992, p. 91, note B. Bouloc ; Dr. sociétés, 1991, n° 56, note H. Le Nabasque ; D., 1992, IR, p. 13.

Cass. crim. 15 mars 1993, n° 92-82.263, Société générale de fonderie, Bull. crim., 1993, n° 112, p. 270 : Rev. sociétés, 1993, p. 847, note B. Bouloc ; RTD com., 1994, p. 148, note P. Bouzat ; D., 1993, p. 610, note C. Ducouloux-Favard ; Dr. sociétés, nov. 1993, p. 15, note H. Hovasse ; Bull. Joly Bourse, 1993, n° 4, p. 365, Jurispr. 76, note M. Jeantin (texte intégral) ; Gaz. Pal., 20 juillet 1993, p. 351, note J.-P. Marchi ; Banque et droit, nov.-déc. 1993, n° 32, p. 22, note F. Peltier ; RDBF, juill.-août 1993, n° 38, p. 178, obs. J. Pannier ; D., 1995, p. 203, note Y. Reinhard.

Cass. com. 13 juin 1995, n° 93.12.856 : Dr. sociétés, 1995, comm. 223, obs. D. Vidal.

Cass. com. 13 juin 1995, n° 94-21.003 et 94-21.436, Métrologie International.

Cass. com. 28 juin 1995 : Bull. Joly Sociétés, 1995, § 684, note J.-J. Daigre ; Rev. sociétés, 1995, p. 555, note Derrida.

Cass. crim. 19 oct. 1995, n° 94-83.884, Société générale de fonderie, Bull. crim., 1995, n° 317, p. 882 : Rev. sociétés, 1996, p. 323, note B. Bouloc ; Bull. Joly Bourse, 1996, n° 2, p. 116, § 22, note N. Decoopman.

Cass. com. 27 févr. 1996, n° 94-11.241, Vilgrain : Bull. Joly Sociétés, 1996, p. 485, § 164, note A. Couret ; Defrénois, 1996, p. 1205, note Y. Dagherne-Labbe ; JCP G, 1996, II, 22665, note J. Ghestin ; D., 1996, Somm., p. 342, obs. J.-C. Hallouin ; D., 1996, Jurispr., p. 518, note Ph. Malaurie, et p. 591, réponse J. Ghestin ; RTD civ., 1997, p. 114, obs. J. Mestre ; JCP E, 1996, II, 838, note D. Schmidt et S. Dion ; RJDA, 6/96, n° 794.

Cass. 1^{re} civ. 5 nov. 1996, Bull. civ. I, n° 378 : D., 1997, p. 403, note S. Laulom ; *ibid.*, somm. 289, obs. P. Jourdain ; JCP, 1997, I, 4025, n° 1, obs. G. Viney ; *ibid.*, II, 20805, note J. Ravanis ; RTD civ., 1997, p. 632, obs. J. Hauser.

Cass. crim. 13 févr. 1997, Bull. crim. n° 61 : Rev. sociétés, 1997, p. 575, note B. Bouloc ; RSC, 1997, p. 850, obs. J.-F. Renucci ; Dr. pén., 1997, comm. n° 98, note J.-H. Robert ; RJDA, 1997/10, n° 1217.

- Cass. com. 18 févr. 1997, n° 94-19.272 : Dr. sociétés, 1997, comm. 75, obs. Th. Bonneau ; LPA, 31 août 1998, p. 12, note J.-L. Courtier ; Bull. Joly Sociétés, 1997, p. 408, § 173, note J.-J. Daigre ; RD bancaire et bourse, mars-avr. 1997, p. 70, obs. M.-A. Frison-Roche et M. Germain ; D., 1998, somm., p. 181, obs. J.-C. Hallouin ; RJDA, 5/97, n° 659.
- Cass. com. 1er avr. 1997, n° 94-18.912, SA Liaud et Cie c/ SA Cie Financière CIC : Bull. Joly Sociétés, 1997, p. 650, § 248, note J.-F. Barbièri ; RJDA, 5/97, n° 659, p. 436, chron. A. Couret ; RTD com., 1997, p. 647, obs. B. Petit et Y. Reinhard ; D., 1998, somm., p. 180, obs. J.-C. Hallouin.
- Cass. crim. 15 mai 1997, n° 96-80.399, Landauer : D. affaires, 1997, p. 924 ; Banque et droit, sept.-oct. 1997, n° 55, p. 35, obs. H. de Vauplane ; Rev. sociétés, 1998, p. 135, note B. Bouloc.
- Cass. com. 20 oct. 1998 : Bull. Joly Sociétés, 1999, p. 88, note J.-F. Barbièri.
- Cass. com. 18 mai 1999, n° 96-19.235, inédit.
- Cass. ass. plén. 25 févr. 2000, n° 97-17.378, Costedoat, Bull. ass. plén. n° 2 : Bull. Joly Sociétés, 2000, p. 645, § 146, note J.-F. Barbièri ; D., 2000, Jurispr., p. 673, note Ph. Brun ; Dr. et patr., 2000, n° 87, p. 107, obs. F. Chabas ; D., 2000, somm. p. 467, obs. Ph. Delebecque ; RJDA, 5/00, p. 487, n° 614 avec chron. J.-P. Dorly, p. 395 ; Resp. civ. et assur., 2000, chron., n° 11, par H. Groutel, et n° 22, par Ch. Radé ; RTD civ., 2000, p. 582, obs. P. Jourdain ; JCP G, II, 10295, concl. R. Kessous, note M. Billiau ; JCP G, 2000, I, 241, n° 16, obs. G. Viney.
- Cass. 1^{re} civ. 4 juill. 2000, Bull. civ. I, n° 203 : RCA, 2000, chron. n° 24, par H. Groutel ; JCP, 2001, I, 340, n° 30, obs. G. Viney.
- Cass. crim. 29 nov. 2000, n° 99-80.324, Comptoir des entrepreneurs, n° 99-80.324, Bull. crim. n° 359, p. 1060 : Rev. sociétés 2001, p. 380, note B. Bouloc ; RTD com., 2001, p. 534, note B. Bouloc ; B. Bouloc, Gaz. Pal., 12 mars 2002, n° 71, p. 7 ; Bull. Joly Sociétés, 2001, n° 4, p. 407, § 101, note critique J.-D. Belot et E. Dezeuze ; RTD com., 2001, p. 493, note N. Rontchevsky ; BRDA, 2001/5, n° 7, p. 6 ; RJDA, 2001/10, n° 981, p. 844.
- Cass. crim. 30 nov. 2000, n° 99-80324 : Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 407, § 101, note J.-D. Belot et E. Dezeuze.
- Cass. crim. 12 déc. 2000 : Dr. pén., 2001, comm. 48, obs. J.-H. Robert.
- Cass. crim. 13 déc. 2000, 3 esp., n° 99-80.387, Bull. crim. n° 373, p. 1135, JurisData n° 2000-008065 : Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 497, note J.-F. Barbièri ; Dr. pén., avr. 2001, n° 47, note J.-H. Robert ; JCP E, 2001, p. 1138, note J.-H. Robert ; JCP, 2001, I, 338, p. 1425, obs. G. Viney ; RJDA, 5/01, p. 528, n° 593 ; Rev. sociétés, 2001, p. 399 ; n° 99-84.855, Bull. crim. n° 378, p. 1159 : Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 499, § 126, note J.-F. Barbièri ; n° 97-80.664 : Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 498, note J.-F. Barbièri ; JCP E, 2001, p. 1138, note J.-H. Robert.
- Cass. crim. 24 janv. 2001, n° 00-80.247, J.-C. G.
- Cass. crim. 4 avril 2001, n° 00-84.322, B. B.
- Cass. crim. 4 avr. 2001, n° 00-80.406 : Dr. pén., 2001, comm. 102, obs. J.-H. Robert ; D., 2002, p. 1475.
- Cass. 1^{re} civ. 9 mai 2001, n° 99-18161, Bull. civ. I, n° 130.
- Cass. com. 9 mai 2001 : Bull. Joly Sociétés, 2001, p. 1020, note J.-F. Barbièri.
- Cass. ass. plén. 14 déc. 2001, n° 00-82.066, Cousin, Bull. civ. 2001, ass. plén. n° 17 : Bull. Joly Sociétés, 2002, p. 394, § 84, note J.-F. Barbièri ; JCP G, 2002, II, 10026, note M. Billiau ; Dr. et patr., mars 2002, n° 102, p. 94, obs. F. Chabas ; Gaz. Pal., 24-26 févr. 2002, p. 29, concl. De

Gouttes, note Y. Monnet ; RTD civ., 2002, p. 109, obs. P. Jourdain ; D., 2002, Jurispr., p. 1230, note J. Julien ; D., 2002, somm., p. 1317, obs. D. Mazeaud ; D., 2002, somm., p. 2117, obs. B. Thullier ; JCP G, I, 124, n° 22, obs. G. Viney ; RJDA, 3/02, n° 330.

Cass. 1^{re} civ. 17 juill. 2001, deux arrêts, n° 00-10299 et n° 00-10883, Bull. civ. I, n° 234.

Cass. crim. 5 déc. 2001 : Bull. Joly Sociétés, 2002, § 107, note H. Le Nabasque – Cass. crim. 18 sept. 2002 : Bull. Joly Sociétés, 2003, p. 63, note J.-F. Barbièri.

Cass. com. 15 janv. 2002 : Dr. et patr., févr. 2003, p. 118, n° 112, chron. n° 3235, obs. D. Poracchia ; Bull. Joly Sociétés, 2002, p. 691, § 155, note S. Sylvestre ; RJDA, 6/02, n° 650.

Cass. crim. 30 janv. 2002, n° 01-84.256, Bull. crim. n° 14, p. 36, JurisData n° 2002-013027 : Bull. Joly Sociétés, 2002, p. 797, note J.-F. Barbièri ; JCP E, 2002, p. 1082, note J. Cellier ; JCP E, 2002, p. 1639, obs. J.-J. Caussain, F. Deboissy et G. Wicker.

Cass. crim. 23 mai 2002, n° 01-84428, disponible sur Légifrance.

Cass. crim. 11 déc. 2002, n° 01-85.176, Alain G., Bull. crim. n° 224, JurisData n° 2002-017219 : Rev. sociétés, 2003, n° 1, p. 145, note B. Bouloc ; RTD com., 2003, p. 390, obs. B. Bouloc ; Procédures, mars 2003, comm. n° 71, p. 23, note J. Buisson ; Bull. Joly Sociétés, 2003, n°4, p. 433, § 87, note E. Dezeuze ; RTDF, 2006, n° 3, p. 162, note E. Dezeuze ; Gaz. Pal. 21-22 févr. 2003, n° 53, p. 25, note C. Ducouloux-Favard ; LPA, 5 août 2003, n° 155, p. 12, note A.-D. Merville ; RDBF, 2003, n° 2, note Ph. P. ; RSC, 2004, p. 113, obs. J. Riffault-Silk ; Dr. pén., mars 2003, n° 35, p. 17, note J.-H. Robert ; RTD com., 2003, p. 336, obs. N. Rontchevsky ; Bull. Joly Bourse, 2003, n°2, p. 149, § 23, note F. Stasiak ; Banque et droit, mars-avr. 2003, n° 88, p. 36, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; D., 2003, p. 424 ; RJDA, 2003, p. 447, n° 504.

Cass. crim. 19 févr. 2003, n° 02-81.422 : Dr. pén., juill.-août 2003, comm. 87, p. 17, note J.-H. Robert.

Cass. crim 20 mai 2003, n° 02-84.307, Bull. crim., 2003, n° 101, p. 404 : Bull. Joly, 2003, p. 1166, § 242, note Th. Massart ; D., 2003, AJ, p. 2205 ; RJDA, 12/03, n° 1181.

Cass. com. 20 mai 2003, n° 99-17.092, Seusse, Bull. civ. IV, n° 84, p. 94 : Rev. sociétés, 2003, p. 479, note J.-F. Barbièri ; JCP E, p. 1203, n° 2, obs. J.J Caussain, F. Deboissy et G. Wicker ; RTD com., 2003, p. 523, obs J.-P. Chazal et Y. Reinhard, et p. 741, obs. C. Champaud et D. Danet ; D., 2003, Jurispr., p. 2623, note B. Dondero ; Bull. Lamy Sociétés commerciales, sept. 2003, p. 1, note I Grossi ; JCP E, 2003, n° 40, p. 1398, comm. S. Hadji-Artinian ; D., 2004, n° 4, somm., p. 266, obs. J.-C. Hallouin ; Defrénois, 2004, art. 37969, p. 898, note J. Honorat ; RTD civ., 2003, p. 509, obs. P. Jourdain ; Bull. Joly Sociétés, 2003, n° 7, p. 786, § 167, note H. Le Nabasque ; D. aff., 2003, AJ, p. 1502, obs. A. Lienhard ; Defrénois, 2003, art. 37801, p. 1067, note M.-H. Maleville-Costedoat ; LPA, 7 nov. 2003, n° 223, note S. Messaï ; Dr. sociétés, 2003, comm. n° 148, obs. J. Monnet ; Dr. et patr., nov. 2003, n° 120, p. 91, note D. Poracchia ; JCP G, 2003, II, 10178, note S. Reifergeste ; Banque et droit, sept.-oct. 2003, p. 64, obs. M. Storck ; JCP G, 2004, I, 101, spéc. n° 21, obs. G. Viney ; RJDA 2003/8-9, p. 747, n° 842, et. p. 717, avis de Viricelle.

Cass. 1^{re} Civ. 27 mai 2003 : RCA, 2003, comm. 282, obs. H. Groutel.

Cass. 2^e civ. 19 juin 2003, n° 01-13829 et n° 00-22302 : D., 2003, p. 2326, note J.-P. Chazal ; RTD civ., 2003, p. 716, obs. P. Jourdain.

Cass. crim. 8 oct. 2003 : Dr. pén., 2003, comm. 147, obs. J.-H. Robert.

Cass. 2^e Civ. 18 mars 2004 : RGDA, 2004, p. 536, note J. Kullmann.

- Cass. 1^{re} Civ. 6 avr. 2004 : RCA, 2004, comm. 240, obs. H. Groutel.
- Cass. crim. 7 avr. 2004, n° 03-86.203, JurisData n° 2004-023601 : RCA, 2004, comm. 215, note H. Groutel.
- Cass. crim. 5 mai 2004, n° 2686, Société Moulins Soufflet : Bull. Joly Sociétés, 2004, n° 10, p. 1250, § 254, note J.-F. Barbièri ; RSC, 2005, p. 313, obs. D. Rebut ; Dr. sociétés, 2004, n° 159, note R. Salomon ; RJDA, 11/2004, n° 1255.
- Cass. com. 12 mai 2004, n° 00-15.618 : Rev. sociétés, 2005, p. 140, note L. Godon ; D., 2004, AJ, p. 1599, obs. A. Lienhard et E. Lamazerolles ; Bull. Joly Sociétés, 2004, p. 1114, § 218, note D. Schmidt.
- Cass. crim. 7 sept. 2004, n° 03-86.292, JurisData n° 2004-025003 : RJDA, 2005/2, p. 122, n° 141.
- Cass. com. 21 sept. 2004, n° 03-12.663.
- Cass. 2^e Civ. 23 sept. 2004, Bull. civ. II, n° 410 : RCA, 2004, comm. 389, note H. Groutel.
- Cass. crim. 4 nov. 2004, n° 03-82.777, Pallas Stern : Bull. Joly Bourse, 2005, n° 3, p. 257, § 79, note N. Rontchevsky ; Dr. sociétés, 2006, n° 191, note R. Salomon.
- Cass. 1^{re} civ. 16 nov 2004 : Bull. Joly Sociétés, 2005, p. 370, note B. Dondero.
- Cass. com. 19 avr. 2005 : Bull. Joly Sociétés, 2005, p. 1252, § 277, note S. Messaï-Bahri.
- Cass. crim. 28 juin 2005, n° 04-13.586, Société Péchiney.
- Cass. com. 28 juin 2005, n° 03-13.112, SA Total Fina Elf et autre c/ ST2 KPMG et autres : LPA, 11 oct. 2005, n° 202, p. 7, note J.-F. Barbièri ; JCP E, 2005, n° 1325, p. 1492, note H. Hovasse ; Dr. sociétés, 2005, comm. 209, obs. H. Lécuyer ; Bull. Joly Sociétés, 2006, n° 1, p. 80, § 12, note S. Messaï-Bahri ; LPA, 9 juin 2006, n° 115, p. 9, note I. Krimmer ; RJDA, 10/05, p. 924, B. Petit, rapport sous Cass. com. 28 juin 2005 ; RJDA, 10/05, n° 1107.
- Cass. com. 11 oct. 2005, n° 04-14.188 : Bull. Joly Sociétés, 2006, p. 632, § 131, note Th. Massart.
- Cass. com. 22 nov. 2005, n° 03-20.600, Société Eurodirect Marketing c/ Michel Pfeiffer, JurisData n° 2005-0309278 : RTD com., 2006, p. 445, note M. Storck ; Banque et droit, janv.-févr. 2006, n° 105, p. 35, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; JCP E, 12 janv. 2006, n° 2, p. 1079.
- Cass. com. 7 mars 2006, n° 04-16.536, Bull. civ. 2006, IV, n° 61, p. 61, JurisData n° 2006-032682 : Bull. Joly Sociétés, 2006, p. 938 ; D., 2006, p. 857, obs. A. Lienhard ; JCP E, 2006, p. 2035, n° 2, obs. J.-J. Caussain, F. Deboissy et G. Wicker ; Rev. sociétés, 2006, p. 644, note J.-F. Barbièri ; RTD com., 2006, p. 431, obs. P. Le Cannu.
- Cass. crim. 8 mars 2006 : Bull. Joly Sociétés, 2006, p. 1041, § 212, note critique H. Matsopoulos ; BRDA, 2006/14, p. 4, n° 7 ; RJDA, 2006, p. 964, n° 1042.
- Cass. 1^{re} civ. 3 mai 2006 : Bull. civ. I, n° 214 ; Gaz. Pal., 2006, somm. 4113, obs. M. Bacache-Gibeili ; RTD civ., 2006, 562, obs. P. Jourdain.
- Cass. crim. 17 mai 2006, n° 05-81.758, Crédit Lyonnais, JurisData n° 2006-034082 : Rev. sociétés, 2006, p. 885, note B. Bouloc ; JCP E, 2006, n° 42, 2509, comm. J.-H. Robert ; Dr. pén., sept. 2006, comm. 114, obs. J.-H. Robert ; Dr. sociétés, 2006, n° 12, comm. 191, R. Salomon.
- Cass. 1^{re} civ. 23 mai 2006, Prieur : JDI, 2006, p. 1377, note C. Challas ; JCP, 2006, II, 10134, note P. Callé ; AJ fam. 2006, p. 324, obs. Boiché ; Rev. crit. DIP, 2006, p. 870, note H. Gaudemet-Tallon ; Grands arrêts DIP, n° 87.

- Cass. crim. 14 juin 2006, n° 05-86.306 : Dr. sociétés, 2006, comm. 151, obs. R. Salomon ; RJDA, 1/07, n° 61.
- Cass. com. 20 juin 2006, n° 05-10052 : JCP E, 2006, p. 2162 ; Bull. Joly Sociétés, janv. 2007, p. 84, note B. Dondero.
- Cass. com. 4 juill. 2006, n° 05-13.930, Bull. civ. IV, n° 166 : D., 2006, p. 1958, obs. A. Lienhard ; RCA, 2006, comm. 23 ; RTD com., 2006, p. 848, obs. C. Champaud et D. Danet ; D., 2007, p. 267, obs. J.-C. Hallouin et E. Lamazerolles.
- Cass. com. 11 juill. 2006, n° 05-18.528 et 05-18.337 : D., 2006, AJ, p. 2034, obs. A. Lienhard ; Bull. Joly, 2006, n° 283 et 284, note Th. Granier ; Bull. Joly Bourse, juill. 2006, n° 4, p. 443, note B. Garrigues et S. Bonfils ; Dr. sociétés, nov. 2006, n° 11, comm. 165, note Th. Bonneau ; JCP E, 2006, 2564, note Y. Paclot ; JCP E, 2007, 1049, n° 8, obs. J.-J. Caussain, F. Deboissy et G. Wicker ; RTDF, 2006/3, p. 168, obs. N. Rontchevsky ; Banque et droit, sept.-oct. 2006, n° 109, p. 60.
- Cass. 1^{re} civ. 19 déc. 2006 : JCP, 2007, p. 10052, note S. Hocquet-Berg, RCA, 2007, comm. n° 64, obs. Ch. Radé.
- Cass. com. 26 janv. 2007, n° 05-21.378 : JCP G, 2007, IV, 2615.
- Cass. 1^{re} civ. 20 févr. 2007, Cornelissen : D., 2007, p. 1115, note L. d'Avout et S. Bollée ; JDI, 2007, p. 1194 note F.-X. Train ; Rev. crit. DIP, 2007, p. 420, note B. Ancel et H. Muir Watt ; Gaz Pal., 29 avr.-3 mai 2007, n° 119, chron. M.-L. Niboyet.
- Cass. 1^{re} civ. 15 mai 2007, n° 06-12.317 : Dr. sociétés, 2007, n° 151, obs. R. Mortier.
- Cass. crim. 25 sept. 2007, n° 05-88.324 : JCP, 2007, Act., n° 476.
- Cass. com. 6 nov. 2007, n° 05-13.402.
- Cass. com. 26 févr. 2008, n° 07-10.761, Bull. civ. IV, n° 42 : Dr. stés, juill. 2008, n° 161, note Th. Bonneau ; RTD com., 2008, p. 371, obs. M. Storck ; RDBF, mai-juin 2008, comm. n° 91, note A.-C. Muller ; D., 2008, p. 776, note A. Lienhard et p. 1231, obs. M.-L. Belavar, I. Orsini et R. Salomon ; Banque et droit, mars-avr. 2008, n° 118, p. 24, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; Bull. Joly Bourse, mars-avr. 2008, n° 18, p. 164, note Ph. Goutay et C. Saudo ; RJDA, 5/08, n° 537.
- Cass. crim. 12 avr. 2008.
- Cass. crim. 16 avr. 2008 : Dr. sociétés, 2008, comm. n° 135, obs. R. Salomon.
- Cass. crim. 16 avr. 2008, n° 07-86.581 : Bull. Joly Sociétés, 2009, p. 175, § 36, note D. Chilstein ; Dr. sociétés, 2008, comm. 191, note R. Salomon.
- Cass. com. 6 mai 2008, n° 07-12.251, Suplice c/ Crozat, JurisData n° 2008-043805 : Bull. Joly Sociétés, 2008, p. 762, note P. Le Cannu ; Dr. sociétés, 2008, comm. 171, obs. M.-L. Coquelet ; Rev. sociétés, 2009, p. 618, note B. Dondero ; Rev. sociétés, 2009, p. 95, note L. Godon.
- Cass. 1^{re} civ. 22 mai 2008, deux arrêts, n° 05-20137 et n° 06-10967.
- Cass. crim. 10 sept. 2008, n° 08-84.164, Crédit Lyonnais, JurisData n° 2008-045345 : D., 2009, p. 65, note B. Bouloc ; Dr. sociétés, 2008, comm. 260, obs. R. Salomon.
- Cass. com. 18 nov. 2008, n° 08-10.246, Gaudriot c/ AMF : Dr. sociétés, juill. 2009, n° 7, comm. 142, p. 25, note Th. Bonneau ; RTDF, 2008, n° 4, p. 141, obs. B. Garrigues ; RTD com. 2009, p. 179, note N. Rontchevsky ; JCP E, 30 avr. 2009, p. 1431, chron. Y. Sexer et N. du Chaffaut ; Banque et droit, janv. 2009, n° 123, p. 27, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; RJDA 3/2009, n° 233 (texte intégral et rapport R. Salomon, p. 151).

Cass. com. 10 févr. 2009, n° 07-20.445, Bull. civ. IV, n° 21, Société de gestion Pierre Cardin c/ Société MMS International : Bull. Joly Sociétés, p. 499, § 99, note S. Messaï-Bahri ; D., 2009, p. 559, obs. A. Lienhard ; D., 2009, p. 1240, chron. M.-L. Bélaval et R. Salomon ; JCP E, 2009, n° 24, p. 1602, note B. Dondero ; Rev. sociétés, 2009, p. 328, note J.-F. Barbière ; RTD civ., 2009, p. 537, obs. P. Jourdain ; D., 2010, p. 287, obs. J.-C. Hallouin, E. Lamazerolles et A. Rabreau.

Cass. 2^e civ. 9 avr. 2009, n° 08-15.977 : D., 2009, p. 1277.

Cass. com. 7 juill. 2009, n° 08-19.512, Joffres c/ Bonneau, JurisData n° 2009-049103 : Dr. sociétés, 2009, comm. 184, obs. H. Hovasse.

Cass. 3^e civ. 22 sept. 2009, 2 esp., n° 08-18.483, Leroux c/ Vincent, JurisData n° 2009-049619, et, n° 08-18.75, Khaiat c. Grolleau, JurisData n° 2009-049620 : D., 2009, p. 2342 ; Dr. sociétés, 2010, n° 1, comm. 1, p. 20, obs. M.-L. Coquelet ; LPA, 20 janv. 2010, n° 14, p. 8, note J. Granotier.

Cass. 1^{re} civ. 24 sept. 2009, UCB Pharma et Novartis Santé Familiale, n° 08-10.081 et n° 08-16.305 : RTD civ. 2010 p. 111, note P. Jourdain ; D., 2009, AJ, p. 2342, obs. I. Gallmeister ; D., 2010, p. 49, note P. B. ; RDSS, 2009, p. 1161, note J. Peigné ; JCP, 2009, n° 44, 381, note S. Hocquet-Berg ; RCA, 2009, études 15, par Ch. Radé ; RLDC, 2010, p. 3671, éclairage par B. Parance.

Cass. 1^{re} civ. 14 oct. 2009, n° 08-16369, Wolberg c. Société In Zone Brands INC, JurisData n° 2009-049867 : RLDC, 2010/71, note G. Cuniberti ; D., 2010, p. 177, note S. Bollée, p. 1585, obs. P. Courbe et F. Jault-Seseke, et p. 2323, obs. L. d'Avout ; D., 2009, act. jurispr., p. 2556, obs. X. Delpech ; Rev. crit. DIP, 2010, p. 158, note H. Muir Watt ; RTD civ., 2010, p. 372, obs. Ph. Théry ; RTD com., 2010, p. 459, obs. Ph. Delebecque ; Gaz. Pal. 28 nov. 2009, p. 34, note M.-L. Niboyet ; JDI, 2010, comm. 3, S. Clavel ; RDC, 2010, p. 721, obs. E. Treppoz.

Cass. crim. 18 nov. 2009, n° 08-88.078, Sidel, JurisData n° 2009-050618.

Cass. crim. 16 déc. 2009, n° 08-88.305 : Bull. Joly Sociétés, mai 2010, p. 502, n° 101, note J.-F. Renucci ; Dr. sociétés, 2010, comm. n° 78, note R. Salomon ; JCP E, 2010, 1993, n° 1, obs. F. Deboissy et G. Wicker ; D. 2010, p. 381 ; RJDA, 2010/5, p. 484, n° 512.

Cass. crim. 26 janv. 2010, n° 09-81.864.

Cass. com. 9 mars 2010, n° 08-21.547 et 08-21.793, Gaudriot, Bull. civ. IV, n° 48, JurisData n° 2010-001500 : Dr. sociétés, 2010, n° 6, comm. 109, M.-L. Coquelet ; RTDF, 2010, n° 2, p. 129, chron. N Rontchevsky ; D., 2010, p. 2797, chron. J.-C. Hallouin ; RTD civ., 2010, p. 575, note P. Jourdain ; RTD com., 2010, p. 374, note P. Le Cannu et B. Dondero ; Rev. sociétés, 2010, p. 230, note H. Le Nabasque ; Lexbase hebdo éd. privée, n° 390, n° N7363BNZ, note J.-B. Lenhof ; D., 2010, p. 761, obs. A Lienhard ; JCP E, 9 sept. 2010, n° 36, p. 1777, note D. Martin ; LPA, 19 nov. 2010, n° 231, p. 9, note A.-M. Romani ; RTD com., 2010, p. 407, note N. Rontchevsky ; Bull. Joly Bourse, 2010, n° 4, § 41, p. 316, note N. Rontchevsky ; JCP E, 2010, n° 20, 1483, comm. S. Schiller ; Bull. Joly Sociétés, 2010, n° 6, p. 537, note D. Schmidt ; RTDF, 2010, n° 2, p. 60, note N. Spitz ; RSC, 2011, n° 1, p. 110, note F. Stasiak ; Option Finance, 22 févr. 2010, n° 1075, p. 30, B. Zabala.

Cass. com. 30 mars 2010, n° 08-17.841, Crédit Martiniquais, JurisData n° 2010-002958 : D., 2010, p. 1110, chron. M.-L. Bélaval, I. Orsini et R. Salomon ; JCP E, 2010, p. 1416, note A. Couret ; D., 2010, p. 1678, note B. Dondero ; D., 2010, p. 2797, chron. J.-C. Hallouin ; RTD com., 2010, p. 377, obs. P. Le Cannu et B. Dondero ; Rev. sociétés, 2010, p. 304, note P. Le

Cannu ; D., 2010, p. 960, obs. A. Lienhard ; RJ com., 2010, p. 263, note H. Monsérié-Bon ; Bull. Joly Sociétés, 2010, p. 533, § 108, note R. Raffray ; Dr. sociétés, 2010, comm. 117, note M. Roussille ; Banque et droit, mai-juin 2010, p. 45, obs. M. Storck.

Cass 1^{re} civ. 3 juin 2010, n° 09-13.951 : D., 2010, p. 1522, note P. Sargos ; JCP, 2010, note 788, S. Porchy-Simon ; RCA, 2010, comm. 222, note S. Hocquet-Berg ; Gaz. Pal., 16-17 juin 2010, p. 9, avis A. Legoux ; LPA, 17-18 août 2010, p. 9, note R. Mislowski ; D., 2010, p. 2099, obs. C. Creton ; RTD civ., 2010, p. 571, note P. Jourdain ; RDC, 2010, 1235, note J.-S. Borghetti ; RDC, 2011, 335, note M. Bacache, 345, note F. Leduc ; 357, note Ph. Pierre.

Cass. com. 28 sept. 2010, n° 09-66.255, STS, JurisData n° 2010-017070 : Bull. Joly Sociétés, 2010, n° 12, p. 976, § 212, note A. Couret ; D., 2010, p. 2290, obs. A. Lienhard ; D., 2010, p. 2617, chron. R. Salomon ; Dr. sociétés, 2011, n° 225, obs. M. Roussille ; Gaz. Pal., 16 déc. 2010, n° 350, p. 13, chron. A.-F. Zattara-Gros ; JCP E, 2011, n° 1, p. 23, obs. F. Deboissy et G. Wick-er ; JCP G, 2010, p. 1177, note C. Benoît-Renaudin ; LPA, 29 déc. 2010, n° 259, p. 8, note H. Moubait ; Rev. sociétés, 2011, note B. Dondero ; RDI, 2010, p. 565, obs. D. Noguéro ; RLDA, nov. 2010, n° 54, p. 10, note G. Bocobza-Berlaud ; RTD civ., 2010, n° 4, p. 785, note P. Jourdain.

Cass. com. 23 nov. 2010, n°09-15339 : Bull. Joly Sociétés, 2011, § 109, p. 186, note J. Couard.

Cass. crim. 23 mars 2011, n° 10-81.517, Crédit Lyonnais, JurisData n° 2011-007078 : Dr. sociétés, 2011, n° 6, comm. 121, obs. R. Salomon.

Cass. ass. plén. 15 avr. 2011, n° 10-17.049, 10-30.313 et 10-30.316 : AJ pénal, 2011, p. 311, obs. C. Mauro ; Constitutions, 2011, p. 326, obs. A. Levade ; RSC, 2011, p. 410, obs. A. Giudicelli ; RTD civ., 2011, p. 725, obs. J.-P. Marguénaud.

Cass. crim. 25 sept. 2012, n° 10-82938, Erika : D., 2012, 2673, obs. L. Neyret, 2711, note Ph. Delebecque ; RTD civ., 2013, 119, obs. P. Jourdain ; JCP, 2012, 1243, note K. Le Couviour ; JCP, 2013, 484, obs. C. Bloch ; Environnement et développement durable, 2013, ét. 2, M. Boutonnet, ét. 9, F.-G. Trébulle, ét. 10, M. Bacache ; Gaz. Pal., 24 oct. 2012, p. 8, note B. Parance.

Cass. 1^{re} civ. 10 avr. 2013, n° 12-10177 : D., 2014, 131, note C. Bigot ; JCP, 2014, 1163, obs. E. Dreyer.

Cass. com. 18 juin 2013, n° 12-17.195, Société Etoiles de Nuit c. David, JurisData n° 2013-012523 : Dr. sociétés, 2013, n° 11, comm. 184, obs. D. Gallois-Cochet.

Cass. com. 6 mai 2014, n° 13-17632 et 13-18473, Société Marionnaud parfumeries et autres c. Société AFI ESCA, JurisData n° 2014-009959 : Bull. Joly Bourse, juill. 2014, n° 7-8, p. 340, note A. Gaudemet ; RDBF, 2014, comm. 156, note P. Pailler ; RTD com., 2014, p. 829, obs. N. Rontchevsky ; Rev. sociétés, 2014, p. 579, note E. Dezeuze et J. Trèves ; Bull. Joly Sociétés, 2014, p. 449, note S. Torck.

Cass. com. 9 déc. 2014, n° 13-26.298 : Ph. Dupichot, Bull. Joly Sociétés, mars 2015, n° 3, p. 134 ; R. Salomon, JCP E, 16 juill. 2015, n° 29, p. 27.

Cass. crim. 17 déc. 2014, n° 14-90.043 et n° 14-90.042.

Cours d'appel

CA Paris, 1^{er} août 1868 : DP, 1869, 2, 65.

CA Paris, 16/22 avr. 1870 : DP, 1870, 2, 121.

- CA Paris 28 juin 1984 : Gaz. Pal., 1984, I, 649, note J.-P. Marchi.
- CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 15 janv. 1992, Société générale de fonderie : RTD com. 1992, p. 884, note P. Bouzat ; Dr. sociétés, sept. 1992, p. 13, § 189, note H. Hovasse ; Gaz. Pal., 23 avril 1992, p. 293, note J.-P. Marchi (texte quasi intégral) ; Banque et droit, nov.-déc. 1993, n° 32, p. 22, note F. Peltier.
- CA Orléans 20 juin 1994, Société générale de fonderie : D., 1995, n° 5, p. 81, note C. Ducou-loux-Favard (texte intégral).
- CA Versailles, 17 nov. 1994, Métrologie International.
- CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 18 déc. 1995, n° 1994/04893, Landauer, JurisData n° 1995-024280 : JCP E 1996, n° 18, pan. n° 482 ; Banque et droit, juill.-août 1996, n° 48, p. 34, chron. F. Peltier et H. de Vauplane.
- CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 16 déc. 1998, Comptoir des entrepreneurs, JurisData n° 1998-024110 : RSC, 1999, p. 604, note J. Riffault ; RTD com., 1999, p. 928, note N. Rontchevsky.
- CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 8 oct. 1999, J.-C. G., JurisData n° 1999-024560 (confirmation) : RSC, 2000, p. 633, J. Riffault.
- CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 25 mai 2000, B. B.
- CA Versailles, 13^e ch., 17 janv. 2002, n° 00/07792, SA Lehning Laboratoires, JurisData n° 2002-179289 : Bull. Joly Sociétés, 2002, n° 4, p. 515, § 111, note critique J.-F. Barbièri ; LPA, 26 juin 2003, n° 127, p. 8, note V. Mercier ; Dr. et patr., 2002, n° 104, p. 96, note critique D. Poracchia ; RJDA, 4/2002, p. 338, n° 398.
- CA Paris 18 févr. 2002, n° 2001/02489, Les Beaux Sites : Bull. Joly Bourse, 2002, n° 5, p. 451, note L. Ruet.
- CA Nancy, 2^e ch. civ., 21 nov. 2002, Balduini c/ Jalal, JurisData n° 2002-198356 : Dr. sociétés, 2003, comm. 74, obs. J. Monnet.
- CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 6 févr. 2003, n° 2001/01862, Pallas Stern, JurisData n° 2003-220197.
- CA Paris, 25^e ch. sect. B, 26 sept. 2003, n° 2001/21885, Flammarion, JurisData n° 2003-224156 : RTD com., 2004, n° 2, p. 316, note C. Champaud et D. Danet ; Bull. Joly Sociétés, 2004, n° 1, p. 84, note J.-J. Daigre ; Bull. Joly Bourse, 2004, n° 1, § 4, p. 43, note E. Dezeuze ; Dr. et patr., nov. 2004, n° 131, p. 93, note D. Poracchia ; D., 2004, n° 25, p. 1802, note Y. Reinhard ; RTD com. 2004, n° 1, p. 132, note N. Rontchevsky ; JCP E, mai 2004, n° 19, 695, p. 769, note G. de Vries.
- CA Colmar, 1^{re} ch. civ., 14 oct. 2003, n° 01/03432, Michel Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing : Bull. Joly Bourse, 2004, n° 4, p. 466, § 89, note G. Dolidon ; LPA, 28 avril 2004, n° 85, p. 3, note F. Leplat ; Dr. et patr., nov. 2004, n° 131, 3575, note D. Poracchia ; RTD com. 2004, n° 3, p. 567, note N. Rontchevsky ; RJDA, mai 2004, n° 582, p. 535.
- CA Paris, 9^e ch. corr. sect. A, 23 févr. 2005, Crédit Lyonnais, inédit.
- CA Paris, 11^e ch. A., 14 déc. 2005, SA Sodexo Alliance c. X, Juris-Data n° 2005-298176 : JCP E, 18 mai 2006, n° 20, 1809, obs. A. Viandier.
- CA Paris, 15^e ch. B, 30 juin 2006, RG n° 04/06308, Sté Morgan Stanley & Co International Ltd et Sté Morgan Stanley Dean Witter Inc. c. SA LVMH, Juris-Data n° 2006-303479 : Bull. Joly Bourse, sept. 2006, n° 5, p. 594, note D. Schmidt ; RTD com., 2006, p. 875, note N. Rontchevsky ; RTDF, 2006, n° 1, p. 6 ; RDBF, nov. 2006, n° 6, étude 19, p. 51, note V. Magnier ; Banque

et droit, juill.-août 2006, n° 108, p. 34, obs. H. de Vauplane ; D., 2006, AJ, p. 2241, obs. X. Delpech ; Communication Commerce électronique, déc. 2006, n° 12, comm. 158, note C. Chabert ; RLDA, nov. 2006, n° 10, n° 553, note F. Martin Laprade ; RLDA, janv. 2007, n° 12, p. 84, note J.-M. Darrois ; RLDA, janv. 2007, n° 12, p. 87, note G. Terrier ; Droit et patrimoine, mars 2007, n° 157, p. 97, note J.-P. Mattout et A. Prüm.

CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 14 sept. 2007, n° 2007/01477, Régina Rubens : Lexbase hebdo, éd. privée gén., 11 oct. 2007, n°276, n° N6240BC4, note J.-B. Lenhof (texte intégral au n° A6174DYC) ; RTDF, 2007, n° 4, p. 145, obs. N. Rontchevsky.

CA Paris, 1^{re} ch. sect. H, 20 nov. 2007, Gaudriot c/ AMF.

CA Versailles 21 mai 2008, Crédit Lyonnais, inédit.

CA Paris, 3^e ch. B, 26 juin 2008, n° 07/14620, Société Titus Interactive c/ Société ABC Arbitrage : RTD com., 2009, p. 182, note N. Rontchevsky ; RJDA, 2008, n° 1279.

CA Limoges, ch. civ. 1^{re} sect., 6 oct. 2008, n° 07/00286, Gaudriot (texte intégral sur Dalloz jurisprudence).

CA Paris, 9^e ch. corr. sect. B, 31 oct. 2008, n°06/09036, Sidel : Bull. Joly Sociétés, 2009, n° 2, p. 143, note J.-F. Barbiéri ; Rev. sociétés, 2009, p. 121, note J.-J. Daigre ; Rev. Lamy dr. aff., févr. 2009, n° 35, note A. Dethomas ; Bull. Joly Bourse, 2009, n° 1, p. 28, note E. Dezeuze ; RTDF, 2008, n°4, p. 137, note E. Dezeuze ; JCP E, 30 avr. 2009, n° 18, p. 1431, chron. Y. Sexer et N. du Chaffaut ; Lexbase hebdo, éd. privée gén., n° 333, n° Lexbase N9211BHM, entretien avec Me F.-K. Canoy, représentant les parties civiles (texte intégral : n° A5109EBT) ; D., 2008, p. 2867 ; RJDA, janv. 2009, n° 35, p. 37 ; Banque et droit, janv. 2009, n° 123, p. 28 ; BRDA, 19 nov. 2008.

CA Bordeaux, 2e ch. civ., 4 févr. 2009, Le Roux c/ Léonard, JurisData n° 2009-002559 : Dr. sociétés, 2009, comm. 159, note D. Gallois-Cochet.

CA Paris, Pôle 5 12^e ch., 27 mai 2009, n° 2008/08267, Marionnaud Parfumeries, inédit.

CA Versailles, 9^e ch. corr., 6 nov. 2009, Crédit Lyonnais, inédit.

CA Paris, 30 mars 2010, n° 08/02278, Erika : D., 2010, chron. 2238, L. Neyret ; M. Boutonnet, Environnement, 2010, n° 7, étude 13 ; JCP, 2010, 432, note K. Le Couviour.

CA Paris, 2^e pôle, 2^e ch. 2, 28 avr. 2010, RG n° 10/01643, Vivendi c. Gérard, JurisData n° 2010-014126 : Rev. sociétés, 2010, p. 367, étude V. Magnier ; Bull. Joly Sociétés, 2010, p. 514, note A. Couret et B. Dondero ; Bull. Joly Bourse, 2010, p. 738, 1^{re} esp., note B. Fages et Ch. Perchet ; D., 2010, p. 1224, obs. X. Delpech ; D., 2010, p. 2323, obs. S. Bollée ; D., 2011, p. 265, obs. N. Fricero ; Dr. sociétés, oct. 2010, n° 10, comm. 185, R. Mortier ; H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet, Banque et droit, mai-juin 2010, p. 23 ; M. Audit et M.-L. Niboyet, *L'affaire Vivendi Universal SA ou comment une class action diligentée aux Etats-Unis renouvelle le droit du contentieux international en France*, Gaz. Pal., 29 mai 2010, p. 11 ; JCP E, 23 juin 2011, n° 25, 1476, note J.-L. Navarro et K. Akhzam.

CA Paris, pôle 5 ch. 7, 19 mars 2013, n° 2011/06831, Société AFI ESCA c. Société Marionnaud parfumeries et autres, JurisData n° 2013-004744 : JCP E, n° 22, 30 mai 2013, 1315, note critique D. Martin.

CA Paris, pôle 5 ch. 12, 19 mai 2014, n° 11/03728, Vivendi Universal : RSC, 2015, p. 345, note F. Stasiak.

Tribunaux de première instance

T. corr. Seine, 31 oct. 1963 : Gaz. Pal., 1964, 1, jur., p. 173.

T. corr. Paris, 11^e ch., 20 déc. 1990, Société générale de fonderie : RTD com. 1992, p. 884, note P. Bouzat ; RDBF, 1991, n° 24, p. 69, note M. Jeantin et A. Viandier ; Gaz. Pal., 6 août 1991, p. 461, note J.-P. Marchi (texte quasi intégral).

T. corr. Paris, 11^e ch., 10 juin 1994, n° P8820369013, Landauer : LPA, 7 déc. 1994, n° 146, note C. Ducouloux-Favard.

T. corr. Paris, 11^e ch., 17 déc. 1997, n° 9304169023, Comptoir des entrepreneurs : Bull. Joly Bourse, 1998, n° 2, p. 121, note G. Lesguillier ; Bull. Joly Sociétés, 1998, n° 5, p. 485, § 165, note N. Rontchevsky ; RTD com., 1998, p. 640, note N. Rontchevsky.

T. corr. Paris, 11^e ch., 27 févr. 1998, n° 98/07599, Sedri : RTD com., 1998, p. 640, note N. Rontchevsky ; Bull. Joly Sociétés, 1998, n° 9, p. 925, note N. Rontchevsky ; RSC, 1998, p. 571, note J. Riffault.

T. com. Nanterre, 6 oct. 2000, SA Lehning Laboratoires : JCP E, 2001, p. 619, note critique A. Couret.

TGI Paris, 18 oct. 2000, Les Beaux Sites.

TGI Strasbourg, 2^e ch. com., 8 juin 2001, n° 99/00963, Michel Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing, inédit.

T. corr. Paris, 11^e ch., 1^{er} mars 2001, Pallas Stern, inédit.

TGI Paris, 5^e ch. 2^e sect., 15 nov. 2001, n° 2000/18125, Flammarion, inédit.

T. corr. Paris, 11^e ch., 7 févr. 2002, Ciments français, inédit.

T. corr. Paris, 31^e ch., 18 juin 2003, Crédit Lyonnais, inédit.

T. com. Paris, 2^e ch., 25 nov. 2003, L. c/ SAS C. Finance, JurisData n° 2003-240284 : Bull. Joly Sociétés, 2004, p. 376, note B. Saintourens.

T. com. Paris, ch. supplémentaire, 12 janv. 2004, SA LVMH c. Sté Morgan Stanley & Co International Ltd et Sté Morgan Stanley Dean Witter Inc., RG n° 2002/093985 : Bull. Joly Bourse, mars 2004, n° 2, p. 185, note D. Schmidt ; JCP E, 12 mars 2004, n° 7, act. 33, note J.-J. Daigre ; A. Couret, *Banques d'affaires, analystes financiers et conflits d'intérêts*, D., 2004, p. 335 ; RTD com., 2004, p. 337, note N. Rontchevsky ; RDBF, mars-avr. 2004, n° 2, étude 100013, p. 131, chron. A. Pietrancosta ; J. Fanto et M. Milgrom, *Opinion d'outre Atlantique sur l'affaire Morgan Stanley/LVMH*, RDBF, mai-juin 2004, n° 3, prat. 100038, p. 226 ; Banque et droit, janv. 2004, p. 31, chron. H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; LPA, 28 avr. 2004, n° 85, p. 3, chron. de droit financier, note B. Le Bars ; entretien avec X. Boucobza, *Quand la justice s'interroge sur l'indépendance des analystes financiers*, LPA, 1^{er} mars 2004, n° 43, p. 4 ; Rev. sociétés, 2004, p. 297, note F.-L. Simon ; D., 2004, somm. p. 1800, obs. Y. Reinhard ; F. Leplat, Lexbase Hebdo, 29 janv. 2004, n° 105 ; G. Terrier, Capital finance, 12 févr. 2004, p. 10.

T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 12 sept. 2006, n° 0018992026, Sidel : Bull. Joly Sociétés, 2007, n° 1, p. 119, note J.-F. Barbiéri ; Rev. sociétés, 2007, p. 102, note J.-J. Daigre ; Rev. Lamy dr. aff., mai 2007, n° 16, note A. Dethomas et M. Aubert ; Bull. Joly Bourse, 2007, n°1, p. 37, note E. Dezeuze ; RTDF, 2006, n°3, p. 162, note E. Dezeuze ; L'Agefi hebdo, O. Dufour ; Lexbase news, n° N3852ALA, éditorial F. Girard de Barros ; D., 2007, p. 2418, chron. B. Le Bars et S. Thomasset-Pierre ; Lexbase hebdo, éd. privée gén., 11 oct. 2006, n° 231, note J.-B. Lenhof, 1^{re}

et 2nde parties (texte intégral : n° A7599DRU) ; D., 2006, p. 2522, note D. Schmidt ; Banque et droit, nov.-déc. 2006, n° 110, p. 35, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.-P. Bornet ; RJDA, 2007/3, n° 269, p. 262.

T. com. Meaux, 19 sept. 2006, Société ABC Arbitrage c/ Société Titus Interactive.

T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 22 janv. 2007, n° 0106896039, Régina Rubens : RTDF, 2007, n° 2, p. 123, obs B. Garrigues.

TGI Guéret, statuant en matière commerciale, 20 févr. 2007, n° 06/00052, Gaudriot, inédit : Banque et droit, mai-juin 2007, n°113, p. 45, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.-P. Bornet.

TGI Paris, 16 janv. 2008, Erika : JCP, 2008, II, 10053, note B. Parance ; RLDC, avr. 2008, p. 21, obs. M. Boutonnet ; L. Neyret, *Naufrage de l'Erika : vers un droit commun de la réparation des atteintes à l'environnement*, D. 2008, chron. 2681.

T. corr. Paris, 11^e ch. 1^{re} sect., 9 juill. 2008, n° 0502492024, Marionnaud Parfumeries, inédit.

TGI Paris, 1^{re} ch., 1^{re} sect., 13 janv. 2010, RG n° 09/15408, Vivendi c. Gérard : H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet, Banque et droit, mars-avr. 2010, p. 48.

T. com. Créteil, 2^e ch., 19 janv. 2010, n° 2005F00978, Marionnaud Parfumeries.

T. corr. Paris, 11^e ch., 21 janv. 2011, Vivendi Universal, inédit : Bull. Joly Sociétés, n° 3, p. 210, note J.-F. Barbiéri ; Bull. Joly Bourse, n° 4, p. 123, note J. Lasserre Capdeville.

Décisions de l'Autorité européenne des marchés financiers

ESMA, Decision of the board of supervisors, ESMA/2014/544, 20 mai 2014.

Décisions de l'Autorité des marchés financiers et de la Commission des opérations de bourse

Sanct. COB, 1^{er} juin 1995, Welcom International, Bull. COB, n° 292, juin 1995, p. 15 : Banque et droit, nov.-déc. 1995, n° 44, p. 22, chron. F. Peltier et H. de Vauplane.

Sanct. COB, 12 sept. 2002, M. Francis Olivier, Bull. mensuel COB, mars 2003, n° 377, p. 13 : Banque et droit, juill.-août 2003, n° 90, p. 44, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; Dr. sociétés, juill. 2003, p. 30, note Th. Bonneau ; Bull. Joly Bourse, juill.-août 2003, p. 427, note C. Ducouloux-Favard.

Sanct. COB, 4 mars 2003, Séverine Chapellier et Régina Rubens, Bull. COB, juin 2003, n° 380.

Sanct COB, 7 oct. 2003, Sidel, Bull. COB, oct. 2003, n° 383, p. 31.

Sanct. AMF, 26 oct. 2006, Pierre-Henri Gaudriot, BALO 28 févr. 2007, Bull. n° 26 : RDBF, 2007, n° 4, 166, p. 31, note A.-C. Muller.

Etats-Unis

Cour suprême

Smith v. Bolles, 132 U.S. 125 (1889).

J.I. Case Co. v. Borak, 377 U.S. 426 (1964).

New York Times v. Sullivan, 376 U.S. 254 (1964).

Superintendent of Ins. of N.Y. v. Bankers Life & Cas. Co., 404 U.S. 6 (1971).

Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States, 406 U.S. 128 (1972).

Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).

Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).
TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976).
Chris-Craft Indus. v. Piper Aircraft Corp., 430 U.S. 1 (1976).
Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 100 S. Ct. 1108 (1980).
Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U.S. 375 (1983).
Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 130 S. Ct. 3255 (1983).
Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmoss Builders, Inc., 472 U.S. 749 (1985).
Randall v. Loftsgaarden, 478 U.S. 647 (1986).
United States v. Carpenter, 484 U.S. 19, 108 S. Ct. 316 (1987).
Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).
Daubert v. Merrell Dow Pharms., Inc., 509 U.S. 579 (1993).
Central Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, 511 U.S. 164 (1994).
United States v. O' Hagan, 521 U.S. 642, 117 S. Ct. 2199 (1997).
Kumho Tire Co. v. Carmichael, 526 U.S. 137 (1999).
Dura Pharms., Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 125 S. Ct. 1627 (2005).
Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Dabit, 547 U.S. 71 (2006).
Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd., 551 U.S. 208, 127 S. Ct. 2499 (2007).
Stoneridge Inv. Partners v. Scientific-Atlanta Inc., 552 U.S., 148 (2008).
Morrison v. National Australia Bank Ltd. 561 U.S (2010) : Bull. Joly Bourse, juill. 2010, n° 4, p. 308, note E. Gaillard ; JCP G, 29 mars 2010, n° 13, doct. 366, note E. Gaillard ; JCP G, 5 juill. 2010, n° 27, act. 743, note E. Gaillard ; RDBF, 2010, alerte 14, note Y. Paclot ; Rev. crit. DIP, 2010, p. 714, note H. Muir-Watt ; RTD com., 2011, p. 753, note N. Rontchevsky; JCP E, 29 juill. 2010, n° 30, 1689, note B. Baheu-Derras ; RDBF, juill. 2010, n° 4, étude 17, note M. Dubertret ; RTDF, 2011, n° 3, p. 42, in colloque *Actualités du droit des marchés financiers*, jeudi 26 mai 2011, note H. Pisani ; Dr. sociétés, oct. 2010, n° 10, comm. 186, R. Mortier ; D., 2010, p. 2323, obs. S. Bollée ; Bull. Joly Bourse, juill. 2010, n° 4, obs. B. Garrigues.
Janus Capital Group, Inc. et al. v. First Derivative Traders, 564 U.S. (2011).
Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 131 S. Ct. 2179 (2011).
Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 133 S. Ct. 1184 (2013).
Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S. Ct. 2398 (2014) (« Halliburton II »).

Cours d'appel

Ultramares Corp. v. Touche, Niven & Co., 174 N.E. 441 (N.Y. 1931).
List v. Fashion Park, Inc., 340 F.2d 457 (2d Cir. 1965).
SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).
Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp., 507 F.2d 374 (2d Cir. 1974).
Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975).
Gould v. Am.-Hawaiian S.S. Co., 535 F.2d 671 (3d Cir. 1976).
Dupuy v. Dupuy, 551 F.2d 1005, 1014 (5th Cir.), cert. denied, 434 U.S. 911 (1977).
Zweig v. Hearst Corp., 594 F.2d 1261 (CA9 1979).
Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 635 F.2d 156 (2d Cir. 1980).
Huddleston v. Herman & MacLean, 640 F.2d 534 (5th Cir. 1981).
Shores v. Sklar, 647 F.2d 462 (1981).

Osofsky v. Zipf, 645 F.2d 107 (2d Cir. 1981).
Peil v. Speiser, 806 F.2d 1154 (CA3 1986).
Ross v. Bank S., N.A., 885 F.2d 723 (11th Cir. 1989).
Hoxworth v. Blinder, Robinson & Co., 903 F.2d 186 (3d Cir. 1990).
Bastian v. Petren Res. Corp., 892 F.2d 680, 684-86 (7th Cir. 1990).
Wherehouse Entertainment v. McMahan & Co., Inc., 65 F.3d 1044 (2d Cir. 1995).
Knapp v. Ernst & Whinney, 90 F.3d 1431 (9th Cir. 1996).
Robbins v. Koger Props., Inc., 116 F.3d 1441 (11th Cir. 1997).
Jefferson County School District v. Moody's Investors' Services Inc., 175 F.3d 848 (10th Cir. 1999).
Semerenko v. Cendant Corp., 223 F.3d 165, 185 (3d Cir. 2000).
Suez Equity Investors, L.P. v. Toronto-Dominion Bank, 250 F.3d 87 (2d Cir. 2001).
Emergent Capital Inv. Mgmt., LLC v. Stonepath Group, Inc., 343 F.3d 189 (2d Cir. 2003).
Broudo v. Dura Pharms., Inc., 339 F.3d 933 (9th Cir. 2003).
Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc., 335 F.3d 824, 831 (8th Cir. 2003).
Fitch, Inc., 330 F.3d 104 (2d Cir. 2003).
Hevesi v. Citigroup Inc., 336 F.3d 70 (2d Cir. 2004).
Credit Suisse First Boston Corp., 431 F.3d 36 (1st Cir. 2005).
Lentell v. Merrill Lynch & Co., 396 F.3d 161 (2d Cir. 2005).
Merck & Co., Inc. Sec. Litig., 432 F.3d 261 (3d Cir. 2005).
Miles v. Merrill Lynch & Co, 471 F.3d 24 (2d Cir. 2006).
Compuware Corporation v. Moddy Investors' Services Inc., 499 F.3d 520 (6th Cir. 2007).
Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc., 487 F.3d 261 (5th Cir. 2007).
Millovitz v. Citigroup Global Mkts., Inc. (In re Salomon Analyst Metromedia Litig.), 544 F.3d 474 (2d Cir. 2008).
Morrison v. National Australia Bank, 547 F.3d 167 (2nd Cir. 2008).
California Public Employee's Retirement System v. Moody's (CalPERS), No. 09-490241 (California Court of Appeals, 1st District, 2009).
City of Pontiac Policemen's & Firemen' Ret. Systems et al. v. UBS AG et al., No. 12-4355 (2d Cir. May 6, 2014).
Parkcentral Global Hub Ltd. v. Porsche Automobil Holdings SE, No. 11-397-cv (2d Cir. Aug. 15, 2014) : N.B. Zekkouti, Bull. Joly Bourse, janv. 2015, n° 1, p. 19.

Tribunaux de district

LTV Securities Litigation, 88 F. R. D. 134 (ND Tex. 1980).
Abrams v. Johns-Manville Corp., [1981-1982] CCH Fed. Sec. L. Rep. 98 (SDNY 1981).
Faussett v. American Resources Management Corp., 542 F. Supp. 1234 (Utah 1982).
Schlanger v. Four-Phase Systems Inc., 555 F. Supp. 535 (SDNY 1982).
Cirrus Logic Securities Litigation, 946 F. Supp. 1446 (N.D.Cal.1996).
Arduni/Messina Partnership v. National Medical Financial Services Corp., 74 F. Supp. 2d 352 (S.D.N.Y. 1999).
County of Orange v. McGraw Hill Companies, Inc., 245 B.R. 151 (C.D. Cal. 1999).
Cendant Corp. Sec. Litig., 109 F. Supp. 2d 235 (D.N.J. 2000).

Dura Pharms., Inc., Secs. Litig., No. 99-CV-0151-L (NLLS), 2000 U.S. Dist. LEXIS 15258 (S.D. Cal., Nov. 2, 2001).

United States v. Grabske, 260 F. Supp. 2d 866 (N.D. Cal. 2002).

Enron Corp. Sec., Derivative & ERISA Litig., 235 F. Supp. 2d 549 (S.D. Tex. 2002).

Merrill Lynch & Co., 273 F. Supp. 2d 351 (S.D.N.Y. 2003).

Compuware Corp. v. Moody's Investors Serv., Inc., 324 F. Supp. 860 (E.D. Mich. 2004).

Demarco v. Lehman Brothers, Inc., 309 F. Supp.2d 631 (S.D.N.Y. 2004).

DeMarco v. Robertson Stephens Inc., 318 F.Supp.2d 110 (S.D.N.Y. 2004).

Salomon Analyst Level 3 Litigation, 350 F.Supp.2d 477 (S.D.N.Y. 2004).

DeMarco v. Lehman Bros., 222 F.R.D. 243 (S.D.N.Y. 2004).

DeMarco v. Robertson Stephens Inc., 228 F.R.D. 468 (S.D.N.Y. 2005).

LaGrasta v. First Union Sec., Inc., No. 2:01-CV-251-FTM29DNF, 2005 WL 1875469 (M.D. Fla. Aug. 8, 2005).

Joffe v. Lehman Brothers, 2005 WL 1492101 (S.D.N.Y. 2005).

Initial Pub. Offering Sec. Litig., 399 F. Supp. 2d 261 (S.D.N.Y. 2005).

Swack v. Credit Suisse First Bos., 230 F.R.D 250 (D. Mass. 2005).

Morrison v. National Australia Bank, 2006 WL 3844465 (SDNY, Oct. 25, 2006).

Enron Corp. Sec., 529 F. Supp. 2d 644 (S.D. Tex. 2006).

60223 Trust v. Goldman, Sachs & Co., 540 F. Supp. 2d 449 (S.D.N.Y. 2007).

Credit Suisse-AOL Sec. Litig., 253 F.R.D 17 (D. Mass. 2008).

Haddad v. Rav. Bahamas, Ltd., 589 F. Supp. 2d 1302 (S.D. Fla 2008).

Credit Suisse First Bos. Corp. (Lantronix, Inc.) Analyst Sec. Litig., 250 F.R.D 137 (S.D.N.Y. 2008).

Merrill Lynch & Co. Research Reports Securities Litigation, 568 F.Supp.2d 349 (S.D.N.Y. 2008).

Millovitz v. Citigroup Global Mkts., Inc. (In re Salomon Analyst Metromedia Litig.), 544 F.3d 474 (2d Cir. 2008).

Alstom SA Securities Litigation, 253 FRD (SDNY 2008).

Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., Inc., 651 F. Supp. 2d 155 (S.D.N.Y. 2009).

Fogarazzo v. Lehman Bros., 263 F.R.D. 90 (S.D.N.Y. 2009).

Healthsouth Corp. Sec. Litig., 257 F.R.D. 260 (N.D. Ala. 2009).

Genesee County v. Thornburg Mortgage Securities 825 F. Supp. 2d 1082 (District Court New Mexico, 2011).

Abu Dhabi 2012 888 F. Supp. 2d 431 (Southern District of New York, 2012).

King County 863 F. Supp. 2d 288 (South District New York, 2012).

Décisions de la Securities Exchange Commission

Cady, Roberts & Co, 40 S.E.C. 907, 1961 WL 60175 (SEC 1961).

Royaume-Uni

Pasley v. Freeman, 1789 WL 248 (K.B. 1789).

Derry v. Peek, 1889 WL 10221 (H.L. 1889).

Hedley Byrne & Co Ltd v. Heller & Partners Ltd [1964] A C 465.

Caparo, [1990] 1 All E R 568, HL.

Smith New Court Securities Ltd v. Scrimgeour Vickers (Asset Management) Ltd, (1997) AC 254, HL.

Allemagne

BGH, 19 juill. 2004, II ZR 218/03, Infomatec I.

BGH, 19 juill. 2004, II ZR 402/02, Infomatec II.

BGH, 19 juill. 2004, II ZR 217/03, Infomatec III.

BGH, 9 mai 2005, II ZR 287/02, EM.TV

BGH, 28 nov. 2005, 15 févr. 2006 et 20 févr. 2006, II ZR 80/04, ComROAD I.

BGH, 15 févr. 2006, II ZR 246/04, ComROAD II.

BGH, 26 juin 2006, II ZR 153/05, ComROAD III.

BGH, 4 juin 2007, II ZR 147/05, ComROAD IV.

BGH, 4 juin 2007, II ZR 173/05, ComROAD V.

BGH, 7 janv. 2008, II ZR 229/05, ComROAD VI.

BGH, 7 janv. 2008, II ZR 229/05, ComROAD VII.

BGH, 3 mars 2008, II ZR 310/06, ComROAD VIII.

BGH, 13 déc. 2011, XI ZR 51/10, IKB.

LG Braunschweig, Az. : 5 O 2894/11 et Az. : 5 O 1110/11.

Australie

ABN AMRO Bank NV v. Bathurst Regional Council (2014) FCAFC 65 (Bathurst Appeal) : K. Deckert et J. Vujovic, RISF, 2015/1, p. 58.

INDEX ALPHABETIQUE

Les nombres renvoient aux numéros des paragraphes.

- A -

Abus de marché : 37, 38

- Diffusion d'informations fausses ou trompeuses : 39 et s.
- Manipulation de cours : 45, 46
- Opération d'initié : 43, 44

Action collective :

- Affaire *Vivendi* : 661, 662
- *Dodd-Frank Act* : 649 et s.
- *Foreign-cubed class actions* : 647
- *Forum shopping* : 655 et s.
- Généralités : 643
- Jurisprudence *Morrison* : 648

Actionnaire :

- qualité de tiers de l'investisseur : 604, 605
- préjudice personnel : 595, 596

Affaires :

- *Société générale de fonderie* : 182, 184
- *Amgen* : 173
- *Banque Pallas Stern* : 233
- *Basic v. Levinson* : 111 et s.
- *Comptoir des entrepreneurs* : 211
- *Crédit Lyonnais* : 178

- *Eurodirect Marketing* : 214, 215
- *Flammarion* : 217 et s.
- *Gaudriot* : 247 et s.
- *Halliburton* : 174, 175
- *Landauer* : 209, 210
- *LVMH c/ Morgan Stanley* : 492
- *Marionnaud* : 241 et s., 252 et s.
- *Régina Rubens* : 237 et s., 183
- *Sedri* : 212, 213
- *Sidel* : 221 et s.
- *Spector Photo Group NV* : 536, 544
- *Vivendi* : 257 et s.

Agences de notation : 453 et s.

Aléa boursier : 32 et s.

Allemagne (régime spécial) : 264

Analyse économique du droit : 94 et s.

- Finance comportementale : 86, 443 et s.

Analystes financiers : 487 et s.

Anonymat des marchés boursiers : 31, 62, 550

Assurance :

- Dirigeants sociaux : 629 et s.

Autorité des marchés financiers :

- Expertise (rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux) : 670 et s.
- Partie civile : 52
- Pouvoir d'indemnisation : 666
- Transaction : 666

- Transmission de pièces : 667 et s.

- B -

Bourse :

- Caractère multilatéral : 11, 15

- Marché réglementé : 16, 17

- Notion : 12

- Système multilatéral de négociation : 16, 17

- C -

Code AFEP-MEDEF : 626

Constitution de partie civile (recevabilité) : 178, 230, 258, 507 et s., 535, 536

- D -

Diffusion d'informations fausses ou trompeuses : 39 et s.

Dirigeants sociaux : 574 et s.

- Action récursoire : 623 et s.

- Assurance : 629 et s.

- Dispositif légal : 579 et s.

- Faute séparable : 587 et s.

- Prise en charge de la responsabilité : 636 et s.

- Responsabilité proportionnelle : 616 et s.

Dol :

- Dol boursier : 542

- Dol du tiers : 103, 392

Domage de masse : 10, 11, 375, 634, 635

Domages-intérêts punitifs : 72, 73

Droit comparé : 89 et s.

Droit financier (fonctions) : 79, 82

- E -

Emetteur :

- Action récursoire : 623 et s.
- Responsabilité solidaire/*in solidum* : 616 et s.

Enrichissement sans cause : 364

Etats-Unis : 107

- Actions collectives boursières : 165 et s.
- Opération d'initié (régime spécial) : 322 et s.
- Théorie de la fraude sur le marché : 108 et s.
- Théorie de la surévaluation : 147 et s.
- Théorie des « *préjudices fantômes* » : 152 et s.

Etudes d'événement : 383 et s.

Expertise :

- AMF (rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux) : 670 et s.
- Test *Daubert* : 387

- I -

Information publique défectueuse : 54 et s., 337 et s.

Intermédiaires informationnels publics : 449 et s.

Intervention frauduleuse sur le marché : 57 et s., 499 et s.

Investisseur :

- Catégorisation : 415 et s.
- Investisseur « *informé* » : 437, 438, 441, 442
- Responsabilisation : 85, 86, 443 et s.

- L -

Liberté d'expression (agences de notation) : 465, 471

- M -

Manipulation de cours : 45, 46

Marché primaire : 24, 447

Modèle d'évaluation des actifs financiers : 394

- O -

Offres publiques : 25

Opération d'initié : 43, 44

Opinion : 450

- P -

Peine privée : 72, 73

Perte de chance :

- Défaut d'information ou de renseignement : 219

- Notion : 226

- Perte de chance abstraite : 223 et s.

- Perte de chance concrète : 217 et s.

Préjudice collectif : 52

Préjudice d'altération de la décision : 51, 55

- Préjudice d'altération abstraite de la décision : 223 et s.

- Préjudice d'altération concrète de la décision : 205

- Préjudice d'altération concrète déterminante de la décision : 206 et s.

- Préjudice d'altération concrète non déterminante de la décision : 217 et s.

Préjudice d'altération du carnet d'ordres : 51, 62, 543

- Préjudice de contrepartie : 547

- Préjudice de non-exécution : 545, 546

Préjudice d'altération du cours de bourse : 51, 56

- Diversification : 393 et s.

- *Ex ante* : 147 et s., 185 et s.

- *Ex post* : 152 et s., 190 et s.
- Jeu à somme nulle : 396 et s.
- Préjudice de sous-évaluation : 355 et s.
- Préjudice de surévaluation : 342 et s.
- Préjudice économique pur : 368 et s.
- Surréaction : 142, 387

Préjudice d'altération du marché : 51

Préjudice économique pur : 370

Préjudice moral : 226, 227, 260

Prestataires de services d'investissement : 63, 64, 537

Principe *ne bis in idem* : 74, 675

Private enforcement : 75 et s., 79

Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA) : 168, 169

Public enforcement : 75, 76, 79

- R -

Responsabilité civile :

- Droit commun/régime spécial : 6 et s., 66, 67
- Fonctions : 69 et s.
- Idéologie de la réparation : 8
- Logique individuelle : 4, 9 et s.

Responsabilisation (investisseurs) : 85, 86, 443 et s.

Royaume-Uni (régime spécial) : 284 et s.

- S -

Securities Litigation Uniform Standards Act (SLUSA) : 170

Spéculation : 32

- T -

Théorie de l'efficience informationnelle du marché : 378 et s.

Théorie de la fraude sur le marché : 108 et s.

Théorie du gardien (*gatekeeper theory*) : 493

Théorie du portefeuille : 394

Tribunal des marchés financiers : 673 et s.

TABLE DES MATIERES

SOMMAIRE 8

INTRODUCTION..... 9

CHAPITRE I - LE CADRE DE LA RECHERCHE : LA RENCONTRE ENTRE RESPONSABILITE CIVILE ET MARCHES FINANCIERS 11

Section I - Les acteurs de la rencontre 11

Paragraphe 1 - La philosophie de la responsabilité civile 12

A - Les fondements de la responsabilité civile..... 12

1 - Le fondement de la faute 12

2 - Le fondement du risque 14

B - La logique individuelle de la responsabilité civile 16

1 - Le problème général d’appréhension de la dimension collective..... 17

2 - Le problème spécifique d’appréhension de la dimension multilatérale..... 18

Paragraphe 2 - Le particularisme des marchés financiers..... 19

A - La dichotomie majeure entre marchés boursiers et marchés de gré à gré 20

1 - Les marchés boursiers 21

2 - Les marchés de gré à gré 24

B - Le domaine d’application de la thèse : les marchés boursiers..... 25

1 - Les marchés boursiers 25

2 - Les instruments financiers cotés sur les marchés boursiers 32

Section II - Les modalités de la rencontre..... 33

Paragraphe 1 - Les circonstances de la rencontre, un fait générateur constitutif d’une atteinte générale au bon fonctionnement du marché 33

A - La délimitation des faits générateurs..... 34

1 - Le particularisme des marchés boursiers au regard de la responsabilité civile	34
2 - La nécessité d'une atteinte générale au bon fonctionnement du marché	42
B - La caractérisation des faits générateurs	44
1 - La notion d'abus de marché	44
2 - La définition des faits générateurs	47
 Paragraphe 2 - Les effets de la rencontre, le particularisme de la responsabilité civile sur les marchés boursiers	 55
A - Le fort particularisme de la responsabilité civile au titre des faits générateurs retenus.....	56
1 - La dualité fondamentale du préjudice sur le marché boursier	56
2 - La complexité de l'analyse et du traitement du préjudice sur le marché boursier.....	62
B - Le moindre particularisme de la responsabilité civile au titre des autres faits générateurs	68
 CHAPITRE II - L'OBJET DE LA RECHERCHE : LA QUESTION DE POLITIQUE JURIDIQUE RELATIVE A L'AMENAGEMENT DE LA RESPONSABILITE CIVILE SUR LES MARCHES FINANCIERS	 72
 Section I - Les finalités du choix de politique juridique	 75
 Paragraphe 1 - Les fonctions du droit de la responsabilité civile.....	 75
A - La prééminence de la fonction réparatrice.....	77
1 - Le caractère prioritaire de la réparation	77
2 - Le caractère subsidiaire de la dissuasion.....	79
B - La question du « <i>private enforcement</i> »	85
1 - Légitimité du débat originel entre <i>private</i> et <i>public enforcement</i>	85
2 - Appréciation critique sur la tendance contemporaine au <i>private enforcement</i>	86
 Paragraphe 2 - La combinaison avec les fonctions du droit financier.....	 89
A - L'impossibilité d'une hiérarchisation fonctionnelle	91
1 - L'impossibilité d'une hiérarchisation entre les fonctions du droit financier.....	91
2 - L'impossibilité d'une hiérarchisation entre les fonctions de la responsabilité civile et du droit financier.....	93
B - L'émergence d'une nouvelle fonction de la responsabilité civile	94

Section II - La méthode du choix de politique juridique.....	97
Paragraphe 1 - Une méthode fondée sur le droit comparé.....	98
A - Le droit comparé comme moyen.....	99
B - Le choix des systèmes juridiques.....	101
1 - L'étude indispensable du droit américain.....	101
2 - L'étude bienvenue des droits anglais et allemand.....	102
Paragraphe 2 - Une méthode utilisant l'analyse économique du droit.....	102
A - Une thèse non fondée sur l'analyse économique du droit.....	102
B - La prise en compte de la dimension collective.....	104
<u>PARTIE I - DE LEGE LATA, L'AMENAGEMENT DE LA RESPONSABILITE CIVILE.....</u>	108
TITRE I - L'AMENAGEMENT PAR LE JUGE.....	111
CHAPITRE I - LA REPARATION D'UNE ALTERATION DU COURS PAR L'INFORMATION EN DROIT AMERICAIN.....	116
Section I - La présomption d'une altération de la décision.....	121
Paragraphe 1 - La consécration de la théorie de la fraude sur le marché.....	121
A - Le fondement de la présomption.....	125
1 - La présomption d'influence intellectuelle par le cours de bourse.....	126
2 - La présomption d'efficience du cours de bourse.....	129
B - La nature de la présomption.....	130
1 - Le renversement de la présomption de confiance.....	130
2 - Le renversement de la présomption d'efficience.....	131
Paragraphe 2 - La justification de la théorie de la fraude sur le marché.....	132
A - La justification par la vraisemblance.....	133
1 - La vraisemblance des propositions du syllogisme.....	134
2 - La vraisemblance de la conclusion du syllogisme.....	137

B - La justification par la politique juridique.....	139
1 - Les motifs de politique juridique	139
2 - Appréciation critique	140
 Section II - La réparation effective d'une altération du cours	 142
 Paragraphe 1 - Le choix de la réparation d'une altération du cours.....	 143
A - Le choix de la méthode fondée sur une altération du cours	144
1 - Présentation des méthodes d'évaluation du préjudice	144
2 - Le choix de la méthode <i>out-of-pocket</i>	148
B - Le débat sur l'altération du cours	152
1 - Le débat en doctrine.....	152
2 - Le débat en jurisprudence.....	167
 Paragraphe 2 - La restriction croissante des actions collectives boursières.....	 178
A - La restriction législative.....	182
1 - Le <i>Private Securities Litigation Reform Act</i>	182
2 - Le <i>Securities Litigation Uniform Standards Act</i>	185
B - La restriction prétorienne	186
1 - L'affaire <i>Amgen</i>	186
2 - L'affaire <i>Halliburton</i>	188
 CHAPITRE II - LA REPARATION D'UNE ALTERATION DE LA DECISION PAR L'INFORMATION EN DROIT FRANÇAIS.....	 194
 Section I - La réparation résiduelle d'une altération du cours.....	 199
 Paragraphe 1 - La réparation de l'altération du cours <i>ex ante</i>	 199
A - La mise en évidence du préjudice d'altération du cours <i>ex ante</i>	199
1 - Les affaires <i>Société générale de fonderie</i> et <i>Régina Rubens</i>	200
2 - L'exclusion de la conservation.....	201
B - Le problème du calcul de l'altération du cours <i>ex ante</i>	202
1 - L'approche de la valeur fixe.....	203
2 - L'approche de la valeur proportionnelle	204

3 - L'approche de la valeur réelle	204
Paragraphe 2 - La réparation de l'altération du cours <i>ex post</i>	205
A - L'argumentation des parties dans l'affaire <i>Marionnaud</i>	206
1 - Les prétentions des actionnaires.....	206
2 - Les moyens soulevés par la société et les dirigeants	208
B - La solution retenue par le juge.....	210
1 - Le chef de préjudice apparent : l'altération abstraite de la décision.....	210
2 - Un nouveau chef de préjudice : l'altération du cours <i>ex post</i>	212
Section II - La réparation d'une altération de la décision	215
Paragraphe 1 - La réparation résiduelle de l'altération concrète de la décision	216
A - L'altération concrète déterminante de la décision.....	217
1 - L'altération déterminante présumée	217
2 - L'altération déterminante prouvée	225
B - L'altération concrète non déterminante de la décision.....	227
1 - La réparation d'une perte de chance	227
2 - Le recours approprié à la perte de chance	229
Paragraphe 2 - La réparation consacrée de l'altération abstraite de la décision.....	230
A - La mise au jour de l'altération abstraite de la décision	230
1 - Un nouveau chef de préjudice.....	231
2 - Les conséquences de la définition abstraite.....	239
B - La consécration de l'altération abstraite de la décision.....	246
1 - Une application incohérente de l'altération abstraite de la décision	246
2 - La consécration par la Cour suprême	253
3 - L'approfondissement de l'altération abstraite par les juges du fond	262
TITRE II - L'AMENAGEMENT PAR LE LEGISLATEUR.....	268
CHAPITRE I - LES REGIMES SPECIAUX « ALIBIS » EN CAS D'INFORMATION PUBLIQUE DEFECTUEUSE EN DROITS ALLEMAND ET ANGLAIS	269

Section I - Le régime spécial allemand.....	270
Paragraphe 1 - La préférence pour l'altération concrète de la décision.....	273
A - L'exigence probatoire d'une altération concrète de la décision.....	275
1 - L'exigence prétorienne au titre de l'article 826 du <i>BGB</i>	275
2 - L'exigence légale au titre du dispositif spécial du <i>WpHG</i>	279
B - La préférence pour la réparation en nature d'une altération concrète de la décision	283
1 - La préférence prétorienne au titre de l'article 826 du <i>BGB</i>	284
2 - Le silence du législateur.....	285
Paragraphe 2 - La controverse doctrinale	287
A - La réparation d'une altération concrète déterminante de la décision.....	287
1 - La possibilité de la réparation d'une altération concrète déterminante	287
2 - La forme de la réparation de l'altération concrète déterminante	290
B - La réparation d'une altération de cours.....	293
1 - Une conception restrictive de la causalité	293
2 - Le débat sur l'évaluation de l'altération de cours.....	295
Section II - Le régime spécial anglais	300
Paragraphe 1 - La condition de fraude ou de malhonnêteté de l'émetteur	309
A - L'exigence d'un comportement frauduleux ou malhonnête	310
1 - L'exigence d'une fraude dans la diffusion d'une information.....	310
2 - L'exigence d'une malhonnêteté dans l'omission ou le retard	316
B - La limitation à l'émetteur.....	321
1 - La définition de l'émetteur responsable	321
2 - L'exclusion des défendeurs autres que l'émetteur	330
Paragraphe 2 - La condition de l'altération prouvée de la décision.....	333
A - L'exigence de la preuve d'une altération concrète de la décision.....	333
1 - La diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou l'omission	333
2 - Le retard dans l'information.....	336
B - L'absence de définition du préjudice	337

CHAPITRE II - LE REGIME SPECIAL A FINALITE DISSUASIVE EN CAS D'OPERATION D'INITIE EN DROIT AMERICAIN.....	343
Section I - La construction prétorienne de la prohibition.....	343
Paragraphe 1 - La théorie classique.....	344
Paragraphe 2 - La théorie de l'« <i>appropriation illicite</i> ».....	345
Section II - L'instauration légale d'un régime spécial de responsabilité civile	348
Paragraphe 1 - Le régime spécial de responsabilité civile pour les « <i>investisseurs contemporains</i> ».....	348
Paragraphe 2 - Une réparation approximative à des fins dissuasives.....	349
<u>PARTIE II - DE LEGE FERENDA, L'APPLICATION DU DROIT COMMUN.....</u>	356
TITRE I - LE CHOIX DE POLITIQUE JURIDIQUE.....	357
CHAPITRE I - L'INFORMATION PUBLIQUE DEFECTUEUSE	358
Section I - Le rejet du préjudice d'altération de cours.....	359
Sous-section I - Un préjudice incertain.....	359
Paragraphe 1 - L'incertitude quant à la caractérisation conceptuelle du préjudice d'altération de cours.....	362
A - Préjudice de surévaluation.....	362
1 - La détermination des situations de surévaluation	363
2 - Analyse conceptuelle de la certitude et de l'évaluation du préjudice de surévaluation	365
B - Préjudice de sous-évaluation	376
1 - La détermination des situations de sous-évaluation.....	376

2 - Analyse conceptuelle de la certitude et de l'évaluation du préjudice de sous-évaluation.....	377
Paragraphe 2 - L'incertitude quant à l'évaluation pratique du préjudice d'altération de cours ...	389
A - Un préjudice économique pur	389
1 - La préjudice d'altération de cours, un préjudice économique pur	390
2 - Les caractéristiques du préjudice économique pur	393
B - Le défi de l'économie en matière d'évaluation du préjudice d'altération de cours	396
1 - La controverse sur la théorie de l'efficacité informationnelle	401
2 - La controverse sur les études d'événement.....	405
Sous-section II - Un préjudice réparé par le marché.....	413
Paragraphe 1 - Les caractéristiques du marché secondaire.....	413
A - La faute d'information d'un tiers	413
B - La diversification des investisseurs	414
1 - Les fondements théoriques de la diversification	414
2 - La pratique de la diversification	416
Paragraphe 2 - La probabilité d'un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié	418
A - La probabilité d'un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié hors indemnisation par tout tiers.....	418
1 - Analyse par la doctrine américaine	418
2 - Affinement de l'analyse.....	420
B - La probabilité d'un jeu à somme nulle pour un investisseur diversifié en cas d'indemnisation par l'émetteur du fait de la circularité.....	424
1 - Le problème relatif de la circularité au sein de la société.....	426
2 - Le problème majeur de la circularité au sein du marché	433
Section II - Le choix du préjudice prouvé d'altération de la décision.....	437
Sous-section I - L'information par l'émetteur	437
Paragraphe 1 - Une conception restrictive justifiée par la fonction réparatrice du droit de la responsabilité civile.....	443

A - La nécessité d'une nouvelle catégorisation fonctionnelle des investisseurs.....	444
1 - Les catégorisations fonctionnelles traditionnelles	444
2 - Les critères d'une nouvelle catégorisation fonctionnelle	450
B - La limitation de l'indemnisation aux investisseurs informés	455
1 - Absence de nécessité de l'indemnisation pour les investisseurs diversifiés.....	455
2 - Limitation de l'indemnisation aux investisseurs informés parmi les investisseurs non diversifiés.....	457
Paragraphe 2 - Une conception restrictive justifiée par la double fonction protectrice des investisseurs et du marché du droit financier.....	464
A - Le rôle des investisseurs informés dans le bon fonctionnement du marché	464
B - La protection des investisseurs par la responsabilisation.....	468
Sous-section II - L'information par les intermédiaires informationnels publics	478
Paragraphe 1 - Les agences de notation.....	485
A - La prétendue volonté de développer la responsabilité civile	493
1 - En droit européen.....	494
2 - En droit français.....	505
3 - En droit américain	515
B - Les raisons du maintien dans le droit commun	522
1 - La protection de l'investisseur et du marché	526
2 - Une indemnisation résiduelle par application du droit commun	536
Paragraphe 2 - Les analystes financiers.....	539
A - Une quasi-absence de responsabilité civile	545
1 - En droit français.....	546
2 - En droit américain	552
B - Les raisons du maintien dans le droit commun	558
CHAPITRE II - L'INTERVENTION FRAUDULEUSE SUR LE MARCHE	563
Section I - Le rejet du préjudice d'altération du cours.....	567

Paragraphe 1 - L'admission prétorienne du préjudice d'altération de cours en matière d'opération d'initié.....	567
A - La reconnaissance formelle de l'existence d'un préjudice	568
1 - L'exclusion de la qualification d'infraction d'intérêt général	568
2 - Un choix de politique judiciaire restrictif	574
B - La nature du préjudice	577
1 - L'exigence d'une altération du cours de bourse	577
2 - Un préjudice d'altération de cours.....	579
Paragraphe 2 - Les raisons du rejet du préjudice d'altération de cours en matière d'intervention frauduleuse sur le marché.....	582
A - Les raisons traditionnelles du rejet du préjudice d'altération du cours	582
1 - Un préjudice incertain	582
2 - Un préjudice largement réparé par le marché.....	585
B - Une raison additionnelle de rejet en cas d'opération d'initié.....	586
1 - La légitimité des préjudices	589
2 - Les solutions envisageables.....	592
Section II - Le rejet des préjudices d'altération du carnet d'ordres	611
Paragraphe 1 - L'existence des préjudices de non-exécution et de contrepartie	613
A - Préjudice de non-exécution	615
B - Préjudice de contrepartie.....	618
Paragraphe 2 - La réparation des préjudices de non-exécution et de contrepartie.....	620
A - La possibilité théorique d'identifier les victimes.....	621
B - L'impossibilité pratique de réparer les préjudices	625
1 - Le rejet de la critique relative à l'application des règles de marché	625
2 - La prise en compte des transactions ultérieurement réalisées	627
TITRE II - LA MISE EN ŒUVRE DU CHOIX DE POLITIQUE JURIDIQUE	633
CHAPITRE I - LES ASPECTS SUBSTANTIELS	634

Section I - La mise en œuvre du choix par la jurisprudence	634
Paragraphe 1 - L'affirmation du principe par la Cour de cassation	634
A - Le rôle créateur de la jurisprudence	634
B - Une intervention prétorienne	635
1 - En matière d'information publique défectueuse	636
2 - En matière d'intervention frauduleuse sur le marché	637
Paragraphe 2 - La fixation des modalités par les juges du fond	638
A - Le lien de causalité	638
B - Le préjudice	641
1 - En cas d'altération déterminante de la décision	641
2 - En cas d'altération non déterminante de la décision	642
Section II - Le choix du responsable au sein de l'émetteur	644
Paragraphe 1 - La responsabilité des dirigeants sociaux pour information défectueuse	647
A - L'absence de limitation résultant de la restriction légale	647
1 - Un dispositif légal restrictif	648
2 - Application à la communication financière	648
B - La faible limitation résultant de la restriction prétorienne	655
1 - La théorie de la faute séparable	655
2 - Application à la communication financière	677
Paragraphe 2 - La prise en charge financière de la responsabilité	701
A - L'exercice effectif du recours contributoire contre les dirigeants	702
1 - Le rejet d'une proposition doctrinale d'une responsabilité proportionnelle	703
2 - L'effectivité du recours contributoire par le droit souple	709
B - La limitation de l'assurance et l'exclusion de la prise en charge de la responsabilité des dirigeants	719
1 - La limitation de l'assurance de responsabilité des dirigeants	719
2 - L'exclusion de la prise en charge de la responsabilité des dirigeants	729

CHAPITRE II - LES ASPECTS PROCESSUELS	735
Section I - La participation des investisseurs à une action collective	735
Paragraphe 1 - Un accueil restrictif par le droit américain	740
A - Le coup d'arrêt porté par la jurisprudence <i>Morrison</i>	741
1 - <i>Foreign-cubed class actions</i>	741
2 - Limitation de l'application extraterritoriale du droit américain	742
B - La réaction du législateur américain	745
1 - <i>Public enforcement</i>	745
2 - <i>Private enforcement</i>	746
Paragraphe 2 - Pour l'affirmation de sa souveraineté par le droit français	749
A - Abus de <i>forum shopping</i>	749
1 - Définition de l'abus de <i>forum shopping</i>	749
2 - Existence d'un abus de <i>forum shopping</i>	751
B - La réaction nécessaire du droit français.....	752
1 - L'affaire <i>Vivendi</i>	753
2 - Les modalités de la réaction	758
Section II - Le rôle d'autorités autres que le juge civil.....	761
Paragraphe 1 - Le rôle de l'autorité de régulation	761
A - La transmission de pièces.....	765
1 - Rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux.....	765
2 - Adoption d'une disposition législative	766
B - L'expertise de l'AMF	766
1 - Rapport Delmas-Marsalet et Ract-Madoux.....	766
2 - Expertise de l'AMF dans la preuve de l'altération de la décision.....	767
Paragraphe 2 - L'instauration d'une juridiction spécialisée ?	768
A - Au regard de la fonction répressive	770
B - Au regard de la fonction réparatrice.....	777

CONCLUSION GENERALE	788
BIBLIOGRAPHIE	793
1 - Ouvrages généraux, traités et manuels.....	793
2 - Ouvrages spéciaux et thèses	795
3 - Rapports, projets, propositions	800
4 - Répertoires, recueils et dictionnaires.....	802
5 - Articles et chroniques.....	803
6 - Arrêts, jugements et décisions – Notes de jurisprudence, observations et conclusions.....	834
INDEX ALPHABETIQUE	852
TABLE DES MATIERES	859

La responsabilité civile sur les marchés financiers – Résumé :

L'objectif de notre recherche consiste à déterminer si le particularisme des marchés financiers nécessite un aménagement de la responsabilité civile. C'est sur le marché boursier proprement dit et pour des faits générateurs spécifiques – l'information publique défectueuse et les abus de marché – que le problème se pose dans toute son acuité, dès lors que ces faits générateurs portent atteinte au marché lui-même et peuvent donc léser l'ensemble des investisseurs. La logique multilatérale des marchés boursiers s'oppose alors frontalement à celle, individuelle, de la responsabilité civile, qui en ressort profondément affectée. Le préjudice est diffus, incertain et délicat à évaluer, et la responsabilité civile est soumise à un dilemme : faut-il réparer un préjudice classique d'altération de la décision ou bien un préjudice, plus spécifique, d'altération du marché ? Pour répondre à la question posée, nous avons eu recours au droit comparé.

De lege lata, c'est dans tous les Etats l'information publique défectueuse qui suscite l'essentiel de l'intérêt : elle fait l'objet d'aménagements variés autour de la réparation d'une altération de la décision ou du cours, soit par le juge (Etats-Unis, France), soit par le législateur (Allemagne, Royaume-Uni). De lege ferenda, nous avons opéré un choix de politique juridique restrictif consistant à n'indemniser que les investisseurs s'étant fondés sur l'information, et ce tant pour l'information publique défectueuse que pour l'intervention frauduleuse sur le marché (manipulation de cours et opération d'initié). Cette conception restrictive ne nécessite aucun aménagement de la responsabilité civile délictuelle, de sorte que le droit commun doit continuer de s'y appliquer. Le particularisme du marché boursier est finalement trop important pour espérer que la responsabilité civile, même au prix d'un aménagement, puisse y jouer un véritable rôle. Il faut accepter qu'elle n'ait en la matière qu'une place résiduelle et qu'il revienne plutôt aux responsabilités pénale et administrative de jouer pleinement leur rôle afin de dissuader et d'éviter la survenance de préjudices au détriment des investisseurs.

Descripteurs :

Droit financier, Responsabilité civile délictuelle, Droit comparé

Civil Liability on Financial Markets – Abstract:

The aim of our research is to determine whether the specificity of financial markets requires to adapt tort law. Our study is limited to multilateral trade markets and specific faults – defective public information and market abuses. In effect, it is in this context that the problem is most acute as these faults affect the market itself and can injure all investors. The multilateral aspect of financial markets then stands in sharp contrast with the individual dimension of civil liability. There, the damage is fragmented, uncertain and difficult to assess, and liability is subject to a dilemma: should you compensate for the alteration of the decision or of the market? To answer the question, we used comparative law.

De lege lata, in all States defective public information arouses most interest: various solutions have been adopted to compensate either an alteration of the decision or of the market price, by the judge (USA, France) or by Parliament (Germany, UK). De lege ferenda, we opt for compensating only investors who relied on the information for both defective public information or fraudulent market intervention (price manipulation and insider trading). This restrictive approach does not require any adaptation of tort law, so the common law should continue to apply. The specificity of financial markets is finally too strong for civil liability to play a real role there. We must accept that it plays only a residual part on the market and instead rely on criminal and administrative enforcement to deter and prevent the occurrence of damage to investors.

Keywords :

Securities Law, Civil Liability, Comparative Law